الفشل المالي للمشروعات

د.نبيل عبد السلام شاكر



الفشل المالي للمشروعات

التشخيص – التنبؤ – العلاج

منهج التحليل

تأليف

دكتور/ نبيل عبد السلام شاكر

كلية التجارة – جامعة عين شمس



﴿...سبحانَك لاَ عِلْم لَنَا إِلاَّ ما علَّمتَنَا إِنَّـك أَنـتَ الْعلِـيم الْحكِيم ﴾.

صدق الله العظيم

فهرس

الفصل الأول

الإطار النظري لحالة الفشل المالي ومنهجية البحث العلمي

الفصل الثاني

الإطار التطبيقي لتشخيص أبعاد مشكلة الفشل المالي

الفصل الثالث

الإطار التطبيقي للبدائل المتاحة لمواجهة الفشل المالي

الإهداء

إلى روح أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور محمد عفيفي حمودة حبا واقتداء واعترافًا بالفضل.

تقديم

نقدم هذا المؤَلَفَ إلى مكتبة التمويل العربية، معتقدين أنه يمثل إضافة متواضعة المستوى قياسا على ما سبق أن قدمه أساتذتي وزملائي الكرام في هذا المجال الهام.

وربما كانت إضافتي هنا متمثلة في الآتي:

١- استحواذ موضوع الفشل المالي للمشروعات وبمفرده على مؤلف بأكمله؛ وذلك نظرا لاقتناعي الكامل بالأهمية المتزايدة لهذا الموضوع في الواقع العلمي.

٢- تناول منهجية البحث العلمي عرضا وتطبيقًا على موضوع الفشل المالي للمشروعات، وذلك لأول مرة خارج نطاق المؤلفات الخاصة بمناهج البحث العلمي؛ الأمر الذي يفيد الباحثين عامة، والباحثين في مجال التمويل على وجه الخصوص.

٣- تناول موضوع الفشل المالي للمشروعات بكامل جوانبه، تطبيقًا على حالة عملية واحدة؛ الأمر الذي يحقق - من وجهة نظرنا - العديد من الفوائد: أهمها التأكيد على الترابط التام بين عناصر المركز المالي

للمشروع الواحد، والتأثير المتبادل فيما بينها، مع عدم منطقية تجزئتها إلا لأغ.راض التحليـ.ل فقـ.ط، هـ.ذا بالإضافة إلى الاستحواذ على القارئ حتى ينتهي مـ.ن قراءة المؤلف؛ وذلك نظرا لرغبته المتوقعة في معرفة نهاية المشكلة.

٤- تقديم برنامج تحليل متكامل، يمكـ.ن اسـ.تخدامه فـ.ي تحليل المركز المالي للمشـ.روعات القائمـ.ة لخدمـ.ة أغراض متعددة، بالإضافة إلـ.ى إمكانيـ.ة اسـ.تخدامه باعتباره نموذجـ.ا متكـ.املا للتنبـ.ؤ بالفشـ.ل المـ.الي للمشروعات، وكذلك احتواء هذا البرنامج على الكثير من أساليب التحليل المقترحة.

٥- الاتجاه الملحوظ نحو تبسيط طريقة العـ.رض، مـ.ع استخدام الأمثلة النابعة من واقع الحياة؛ الأمـ.ر الـ.ذي يمكّن القارئ من الاستمرار في القراءة بيسر وسهولة.

إن المنهج المتبع في هذا المؤلف هو المنهج التحليلي فـ.ي إطار نظرية اتخاذ القرارات المالية، والتي تحـ.دد وبشـ.كل قاطع مدى القدرة على تحقيق النتائج المالية المستهدفة. كـ.ل

ذلك في إطار النظرية الاقتصادية المتعلقة بتحليـل التكلفـة والعائد.

ولقد قمنا بتقسيم هذا المؤلف إلى ثلاثة فصـول أساسـية تخدم - من وجهة نظرنا - اتجـاهين أساسـيين: أولهمـا: الحرص على تعميق الفهم بالنظرية العلمية والمكونة للفكـر المالي المعاصر، والمرتبطة بقرارات مالية تفصيلية، وكيفية صناعتها بالشكل الذي يؤدي إلى تحقيق المشـروع لأهدافـه المالية المخططة، وثانيهما: تعميق الجانب التطبيقـي لتلـك النظرية العلمية، بحيث يتمكن القارئ من ممارستها عمليـا؛ سواء عند تحليل المركز المالي لمشروع قائم أو التنبؤ بالفشل المالي لمشروع متعثر، هذا بالإضافة إلـى إمكانيـة إفـادة الباحثين في إعداد بحوثهم الأكاديمية والميدانية.

ولقد خصصنا الفصل الأول لعـرض الإطـار النظـري لمفهوم الفشل المالي الكامل، والذي يستوجب العـلاج مـع التفرقة بين هذه الحالة وبين حالة العسر المالي الفني، والذي يمثل مجرد ظاهرة تستوجب البحث عن أسـبابها الحقيقيـة؛ تمهيدا لبحث مقترحات العلاج، مع تناولنا في هـذا الفصـل للإطار العام لمنهجية البحث العلمي وخطوات استخدامه فـي

تشخيص أبعاد مشكلة الفشل المالي، وصياغة الفروض الممثلة للبدائل المتاحة لعلاج المشكلة.

في حين أننا خصصنا الفصل الثاني للجانب التطبيقي والمتعلق بالتشخيص الدقيق لمشكلة الفشل المالي، والتي واجهت إحدى المشروعات الافتراضية؛ وذلك اعتمادا على برنامجنا التحليلي المقترح، والذي نطبقه على خمس مراحل متكاملة.

وأخيرا فلقد خصصنا الفصل الثالث والأخير لصياغة الفروض المتعلقة بالبدائل المتاحة لإنهاء مشكلة الفشل المالي، والتي تنحصر في ثلاثة بدائل: هي تصميم وتنفيذ برنامج للإصلاح المالي – الإدماج – التصفية. هذا بالإضافة إلى التطبيق العملي لهذه البدائل.

وأخيرا فلقد حاولت ما استطعت، وعلى الله قصد السبيل، وما توفيقي إلا بالله، عليه توكلت وإليه أنيب.

دكتور

نبيل شاكر

القاهرة – أكتوبر ١٩٨٩

الفصل الأول

الإطار النظري لحالة الفشل المالي ومنهجية البحث العلمي.

أولاً: مفهوم الفشل المالي والعسر المالي الفني.

ثانيا: الإطار العام لمنهجية البحث العلمي للفشل المـ ـالي والعسـ ـر المالي الفني.

أولاً

مفهوم الفشل المالي والعسر المالي الفني

الواقع إن الفشل المـ ـالي Financial failure of f. Distress هو تلك الحالة المالية المرادفة لحالة العسر المالي الحقيقي أو القانوني Legal insolvency التي تعني عدم قدرة المشـ ـروع على مواجهة وسداد التزاماته المستحقة للغير بكامل قيمتهـ ـا، حيث تكون أصوله أقل في قيمتها الحقيقية من قيمة خصومه، الأمر الذي يصل بالمشروع – وفي أغلب الحـ ـالات – إلـ ـى حالة الإفلاس، وفي حقيقة الأمر إن حالة الفشـ ـل المـ ـالي لا تحدث بشكل مفاجئ مثل الحوادث، ولكنها تعكـ ـس النتـ ـائج النهائية لمجموعة من التراكمات والمضاعفات والتي تبدأ من موقف معين، وبدرجة معينة من درجات نقـ ـص السـ ـيولة، والتي تتطور في حالة عدم الاهتمام بها من وضع سيئ إلـ ـى وضع أكثر سوءا إلى أن تصل إلى حالة الفشل المالي.

ومما سبق يتأكد أن حالة العسر المالي الفنـ ـي technical insolvency تعتبر المقدمة الحقيقية لحالة الفشل المالي، حيث نقصد بحالة العسر المالي الفني عدم قدرة المشـ ـروع علـ ـى

الوفاء بالتزاماته قصيرة الأجل، والتي تنشأ من الانخف.اض الجوهري في الرصيد النقدي المتاح للمشروع، واللازم لدفع العناصر المتعددة والمكونة لحال.ة العس.ر الم.الي الفن.ي، والمتمثلة في قيم.ة حس.ابات ال.دفع المس.تحقة والأج.ور والضرائب والفوائد وأقساط الديوان.

وفي المقابل فهناك ما يسمى باص.طلاح اليس.ر الم.الي الفعلي؛ والذي يعني قدرة المنشأة الفعلية على س.داد جمي.ع التزاماتها تجاه الغير. وذلك فيما إذا قامت بتصفية أص.ولها تصفية فعلية، حيث يتعارض ذلك مع مبدأ استمرار المنش.أة وبقائها في ميدان الأعمال، وعلى ذلك فإن الاصطلاح الأكثر ملاءمة لمبدأ الاستمرار هو اليسر المالي الفني، والذي يعني قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل من خلال أصولها السائلة، وعلى ذلك فإن المنشأة قد تكون ف.ي حال.ة يسر مالي فعلي في حين أنها تعاني من حالة عسر مالي فني، وفي الاتجاه الآخر قد تكون المنشأة في حالة يسر مالي فني، ولكنها في واقع الأمر في حالة عسر مالي فعلي؛ حي.ث إن أصولها في التصفية لا تكفي لتغطية وسداد التزاماتها تج.اه الدائنين والملاك.

ويمكن إضفاء مزيدٍ من التوضيح على ما سبق ذكره من خلال محتويات الجدول التالي، والذي يعرض الحالة الماليـة لكل من المنشأتين أ، ب.

جدول رقم (١)

بيان توضيحي لحالتي العسر المالي الفني

والعسر المالي الحقيقي (الفشل المالي)

(القيمة بالألف)

بيـان	منشأة أ		منشأة ب	
	أصول	خصوم ورأس المال	أصول	خصوم ورأس المال
قيمة دفترية للأصول	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠
قيمة دفترية للخصـوم ورأس المال	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠
قيمة سوقية للأصـول والخصوم	١٥٠٠٠	١٠٠٠٠	٧٠٠٠	١٠٠٠٠
أصول متداولة	٣٠٠٠	. . . . . .	٢٠٠٠	. . . . . .
خصوم قصيرة الأجل	. . . .	٦٠٠٠	. . . . . .	٧٠٠٠

ويوضح الجدول السابق أن المنشأة (أ) تعاني مـن حالـة عسر مالي فني، والمتمثل في عدم قدرة أصـولها المتداولـة

على سداد خصومها المتداولة، وعلى الرغم من ذلـك فهـي تتمتع بحالة من اليسر المالي الفعلي، والمتمثل فـي زيـادة القيمة السوقية لأصولها عن القيمة الفعلية لخصـومها. فـي حين نجد المنشأة (ب) تقع في دائرة الفشل المالي الحقيقي من خلال معاناتها من حالة العسر الفني بالإضافة إلى انخفـاض القيمة الحقيقية لأصولها عن القيمة الفعلية لخصومها.

وعلى ذلك يتأكد أن العسر المالي الفني يمثل أحد المراحل المتقدمة لحالة الفشل المالي؛ الأمر الذي يقودنا إلى ضرورة العرض السريع لمراحل الفشل المالي، والتي يمكن حصرها في أربعة مراحل متتالية وهي:

١- مرحلة ما قبل ظهور الفشل المالي: حيـث تـرتبط هذه المرحلة بالعديد من الظواهر السلبية ومنها:

١/١: النقص في الطلب على منتجات المشروع.

١/٢: ضعف كفاءة طرق وأساليب الإنتاج.

١/٣: ضعف الموقف التنافسي للمشروع.

١/٤: الزيادة الكبيرة في تكاليف التشغيل.

١/٥: انخفاض معدل دوران الأصول.

١/٦: إقرار توسعات استثمارية دون توافر رأس المـال العامل الكافي لمواجهتها.

١/٧: انعدام التسهيلات البنكية الكافية.

وليس هناك من شك في أن اكتشاف الأمـر عنـد هـذه المرحلة سوف يمكن المشروع من مواجهة الموقـف بشـكل أكثر فعالية وأكثر سهولة.

٢- **التدفق النقدي المنخفض** Cash shortage

وترتبط هذه المرحلة بعدم قدرة المشروع علـى مقابلـة التزاماته الجارية، ويكون في حاجة ماسة للنقدية. وذلك على الرغم من إمكانية امتلاكه لأصول مادية تزيد في قيمتها عن قيمة التزاماته الإجمالية تجاه الغير، والتي يعكسـها جانـب الخصوم من ميزانيته العمومية، بالإضافة إلى إمكانية تحقيقه لمعدل مقبول من الربحية، حيث تكمن المشكلة خـلال هـذه المرحلة في انخفاض السيولة بمعناها الفني ولـيس بمعناهـا المطلق، حيث يعني الأخير توافر النقدية بكميات كبيرة فـي خزائن المشروع.

٢- الإعسار المالي المؤقت Financial insolvency

ترتبط هذه المرحلة بعدم قدرة المشروع علـى اسـتخدام سياساته العادية فـي الحصـول علـى النقديـة المطلوبـة لاستخدامها في مواجهة التزاماته المستحقة، ومقابلـة نمـوه المطلوب، وفي هذه المرحلة غالبا ما تتجه إدارة المشـروع إلى فرض العديد من الإجـراءات المتشـددة، وذلـك قبـل استدعائها لمتخصص في مجال الاستشارات المالية والـذي غالبا ما يتم تعيينه من جهة الدائنين.

٤- الإعسار الكلي Total insolvency

حيث تعكس هذه المرحلة حالة الفشـل المـالي الكامـل، والذي سبق لنا ربطه بشكل مباشر بعدم كفاية القيمة السوقية لأصول المشروع لمواجهة التزاماته الكليـة تجـاه دائنيـه ومساهميه.

ثانيا

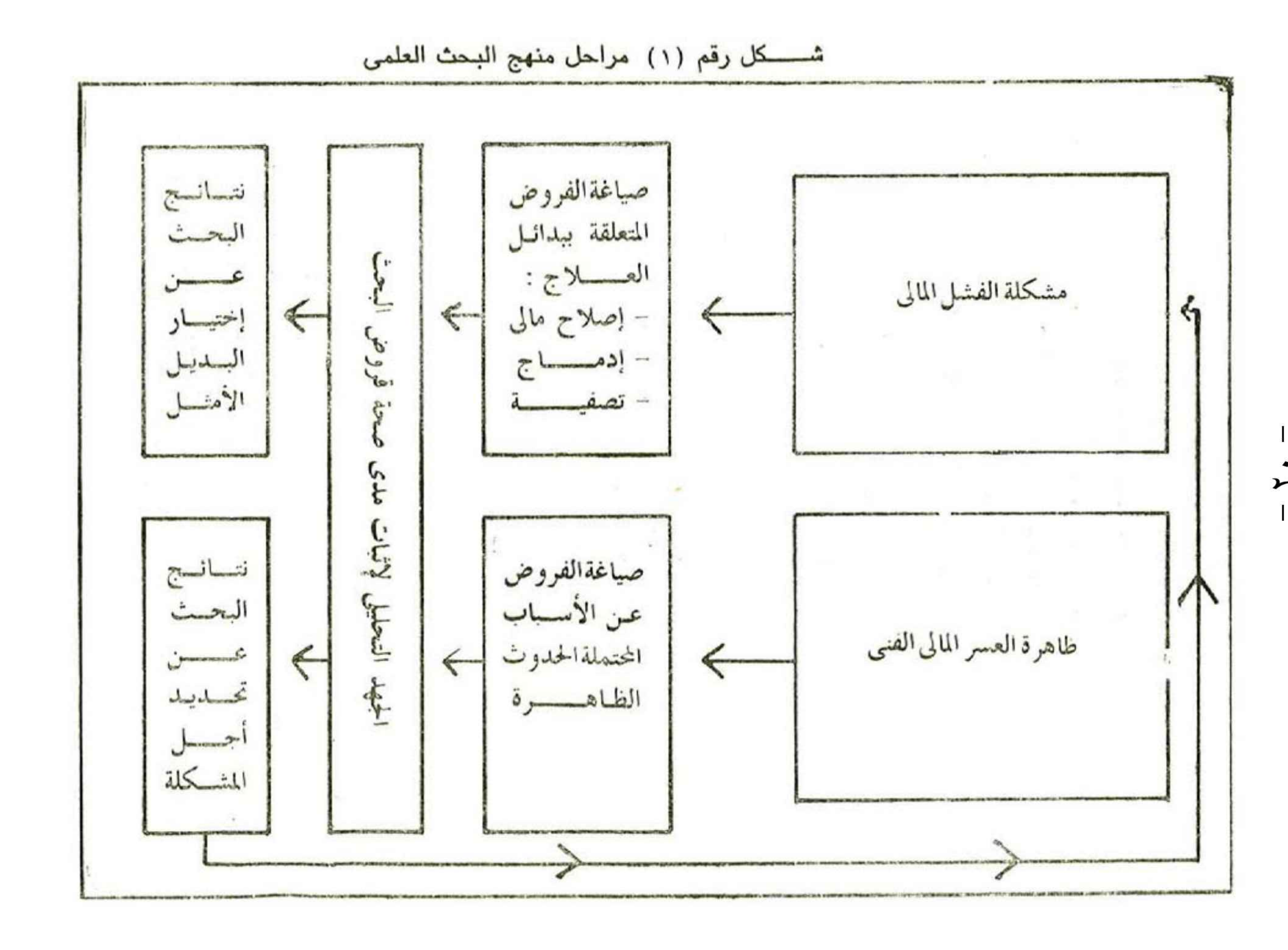
الإطار العام لمنهجية البحث العلمي للفشل المالي والعسر المالي الفني

تعريف البحث العلمي

الواقع إننا نقصد بالبحث العلمي ذلك الجهد المنظم للتعامل مع حالة من حالات عدم الوضوح في موقف م.ا، أو حال.ة عدم التأكد من شيء ما على أن يرتبط هذا الجهد بضـ.رورة اتباع إجراءات معينة والتوصل إلى نتائج محددة من خ.لال الكثير من الجهد التحليلي.

وفي هذا المجال نؤكد على أهمية وضرورة اتباع م.نهج البحث العلمي بالمفهوم المذكور وبكافة جوانبه في التحدي.د الدقيق لتلك الأسباب الحقيقية لوصول المشروع إل.ى حال.ة الفشل المالي، وبالتالي تحديد الأساليب والإج.راءات الت.ي يمكن اتباعها لإصلاح مركزه المالي في حالة إمكانية ذل.ك. ويمكن توضيح مفهومنا للبحث العلمي م.ن خ.لال الش.كل التالي:

شـــكل رقم (١) مراحل منهج البحث العلمى



ومن خلال الشكل السابق يمكننا تقديم عـرض مختصـر لأهم مكونات منهجية البحث العلمي، وذلك على الوجه الآتي:

(أ) المشكلة والظاهرة موضوع البحث:

إن هناك اختلاف واضح بين كل من المشكلة والظـاهرة، حيث تتجه نوعية من البحوث العلمية نحو التعامل مع ظاهرة معينة أو مجموعة من الظواهر، في حين تتجه نوعية أخرى نحو التعامل مع مشكلة معينة أو مع مجموعة من المشـاكل الأمر؛ الذي يرتبط بالكثير من الاختلاف فيما بين – الأسلوب المطبق في بناء البحث العلمي في كل من النوعيتين.

وفيما يتعلق بالمشكلة فتعكس تلك الحالـة المرضـية أو السلبية والتي تحددت بشكل قاطع، وذلك فيما يتعلق بأبعادها المختلفة ومسبباتها المؤكدة، ومثال ذلك حالة الفشل المـالي الكامل للمشروعات، وكذلك إصابة الإنسان بمرض خطيـر. ومن المنطقي أن يهدف البحث العلمي في هذه الحالـة إلـى تحديد أفضل السبل المتاحة لعلاج المشكلة موضع البحـث، وعلى ذلك فإن معيار التقييم لمثل هذا النوع من البحوث يتجه نحو درجة التحديد الدقيق للمشكلة موضع البحـث، ومـدى قابلية أساليب العلاج المقترحة للتطبيق العلمي.

ويمكن تلخيص خصائص المشكلة البحثية في العناصـ.ـرة التالية [1]:

١- أن تحدد المشكلة بشكل سليم (صـ.ـياغة أو وصـ.ـف دقيق).

حيث إنه من الأمور الهامة إعطـ.ـاء الأهميـ.ـة اللازمـ.ـة والوقت الكافي لمرحلة تكوين وصياغة المشكلة قبل البدء في تنفيذ البحث، حيث إن العديد من البحوث ينتهي بالفشل بسبب الصياغة غير الكافية وغير الدقيقة للمشكلة البحثيـ.ـة، ومـ.ـن أمثلة الإخلال لصياغات المشاكل ما يتعلق بالبعـ.ـد الزمنـ.ـي؛ كأن نبحث مشكلة كانت صارخة في الماضي وانتهـ.ـى الآن الاهتمام بها، وبالتالي أصبح التصدي لها أمرا غير مقبـ.ـول. ومن أمثلة ذلك التصدي لدراسة الفشل المالي لمشـ.ـروع تـ.ـم تصفيته منذ سنوات ماضية.

٢- صياغة المشكلة في إطار قابل للعلاج والبحث.

---

(1) د. محمد عفيفي حمودة، **البحث العلمي**، أصول وقواعـ.ـد البحـ.ـث وكتابة التقارير والبحوث، (القاهرة: مكتبة عين شـ.ـمس،/ الطبعـ.ـة الثانية، ١٩٨٣)، ص٤٧.

والواقع إن الاهتمام هنا بقابلية المشكلة للحل ينشـأ مـن ضرورة ربط هذا الحل بالظروف التي نشأت فيها المشـكلة، وهي نفس الظروف التي سوف يطبق فيها الحـل المقتـرح للمشكلة، ومن جهة أخرى فإن التصدي لمشكلة ليس لها حل أوعلاج قابل للتطبيق العملي سوف يعني مضـيعة للوقـت والتكاليف.

٣- ربط المشكلة تطبيقًا بالمناخ الذي نشأت فيـه والـذي سوف يطبق فيه علاج تلك المشكلة.

ومن هنا تنشأ الأهمية الكبرى لمعايشـة الباحـث التامـة للظروف البيئية للمشكلة. فمثلاً إذا كان المشـروع المتعثـر يعمل في مجال صناعة الغزل والنسيج، ومقام فـي مدينـة دمياط، فيجب على الباحث أن يتعايش تمامـا مـع صـناعة الغزل والنسيج؛ ليعلم بكل جوانبها المالية والفنية والتسـويقية - إلخ، بالإضافة إلى ضرورة الإحاطـة الكاملـة بظـروف المكان الذي يعمل فيه، كل ذلك انطلاقًا من نشأة المشكلة في مجال معين ومكان معين، وأن العلاج سوف يتعلـق بـنفس المجال ونفس المكان - وهكذا.

٤- فحص المشكلة بعمق في ضوء المعرفة المتاحة مـ.ن نظريات وخلافه بهدف التأكد من حـ.داثتها أو عـ.دم علاجها من قبل.

٥- التأكد من أن علاج المشكلة سوف يساهم في إثـ.راء المعارف المتاحة الآن.

وأما فيما يتعلق بالظاهرة؛ فهي تلك الحالة التـ.ي تعكـ.س وضعا غير مألوف، أو وضعا غيـ.ر عـ.ادي أو انحـ.راف المعايير سواء بالسلب أو بالإيجاب، وعلى ذلك فهي تعكـ.س حقيقة بالنسبة للشخص الذي يلاحظ وجودها، وبالتالي فهي لا تحتاج إلى بحث علمي لتحديدها أو إثبات وجودهـ.ا، ومثـ.ال ذلك ارتفاع درجة حرارة الشخص عن الحد المعتاد، وتزايـ.د المبيعات أو تناقصها عن الحد المتوقع أو المعتاد، والخسائر المتتالية في نتائج أعمال المشـ.روع، أو الأربـ.اح المتتاليـ.ة والمبالغ فيها، أو نقـ.ص أو تـ.راكم المخـ.زون عـ.ن الحـ.د المعتاد... إلخ.

والواقع إن الحدود الزمنية لتشخيص الظـ.اهرة تختلـ.ف باختلاف نوعية وطبيعية الظاهرة نفسها أو طبيعة الموضوع الذي ترتبط به وظروفه، فقد يكون حدوث الشيء ولو مـ.رة

واحدة وبشكل مخالف عن المعتاد يمثـل ظـاهرة تسـتحق الاهتمام، وفي نفس الوقت فقد لا يتوافر شرط وجود ظاهرة ملحة أو ملفتة للانتباه إلا مع تكرار حدوثها لمرات عديـدة، ويختلف معدل التكرار وطول فترة التكرار اللازمتين لاعتبار وجود الظاهرة في إطار يلفت الانتباه على حسـب طبيعـة الظاهرة وظروف حدوثها، فمثلاً قد يعتبر انخفـاض معـدل ربحية المشروع في ١٥% إلـى ١٤% ظـاهرة تسـتوجب الانتباه خلال فترة زمنية معينة، في حين أن انخفاضه بعـد ذلك يجعل منه أمرا عاديا.

ومن جهة أخرى فقد يكون ثبـات واسـتمرارية حـدوث الشيء بنفس المعدل هو الأمر الغير مألوف والملف للنظـر وليس العكس، بمعنى أنه إذا كان الوضع المعتاد في حالة من الحالات هو التغير المستمر بالزيادة أو النقص؛ مثـل تغيـر السعر أو التكلفة أو الطلب على منتجات المشروع، ففي مثل هذه الحالة يصبح – ثبات السعر أو التكلفة أو الطلـب عنـد مستوى معين لفترات زمنية متتالية – انحرافًا عن الوضـع الطبيعي؛ الأمر الذي يعكس ظاهرة تستوجب الانتباه.

ولتوضيح ما سبق بهدف تعميق الفـرق بـين الظـاهرة والمشكلة – نؤكد على أن الظاهرة تعتبر النتيجـة النهائيـة الواضحة والتي يكون سببها الجذري والأصلي هو المشـكلة التي يجب البحث عنها، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة سببية بين الظاهرة والمشكلة.

ويوجه البحث نحو تحديد المشكلة كسبب للنتيجـة التـي أمامنا وهي – الظاهرة، حيث إن المشكلة تكون بمثابة واحد أو أكثر من الأسباب المحتملة لحدوث الظاهرة.

ومن خلال ما سبق يتأكد أن إزالة الظاهرة يتطلب معالجة السبب أو المشكلة الأصلية لضمان عـدم تكـرار حـدوث الظاهرة، حيث إنه من الأخطاء الواضـحة التركيـز علـى معالجة الظاهرة دون معالجة المشكلة، وهنا يجب العمل على إنقاذ الموقف مؤقتًا بسرعة مواجهة الظـاهرة فـي الأجـل القصير مع ضرورة التركيز على مواجهة المشكلة الأساسية؛ بهدف معالجتها لضمان عدم تكرار الظاهرة موضع البحـث. ومن أمثلة ذلك ما يلي:

** **الخسائر** المتتالية لأحد الشـركات، ولفتـرة زمنيـة طويلة، وخاصة تلك الشركات المملوكة للدولة، والتـي يـتم

معالجتها كمشكلة تستوجب العلاج، والذي غالبا ما ينحصـر في قيام الدولة بتعويض الشركة عن خسائرها الكبيرة، وعلى الرغم من ذلك تعود الشركة إلى تحقيق الخسائر مرة أخرى، وهنا نؤكد على أن الخلل هنا ينحصـر فـي التعامـل مـع الخسائر كمشكلة وليس كظاهرة، وبذلك فقـد تـم معالجـة الظاهرة وبقيت المشكلة دون علاج، والتـي تنحصـر فـي الأسباب الحقيقية وراء تحقيق هذه الخسائر، والتي تحتاج إلى جهد علمي ملموس في تحديدها، والتي قد تكون:

- ضعف كفاءة إدارة الشركة.
- القيود المتعلقة بالعمالة الزائدة.
- القيود المتعلقة بالتسعير الجبري لمنتجات الشركة.
- تزايد أعباء الديون نتيجة لخلـل الهيكـل التمـويلي للشركة.
- التوسعات الرأسمالية الغير مدروسة.
- الانخفاض الشديد في مسـتوى المبيعـات وبالتـالي تضخم المخزون السلعي... إلخ.

** **تقصي المخزون** كظـاهرة سـلبية، والتـي يمكـن معالجتها بشكل خاطئ على أنها مشكلة تسـتوجب العـلاج

وذلك بالشراء العاجل، وذلك على الرغم من حتمية معالجتها كظاهرة تستوجب الدراسة لتحديد الأسباب الحقيقية لنقص المخزون عن المعدل المتوقع والمخطط، وبالتالي معالجته في الأجل الطويل لضمان عدم تكرار هذه الظاهرة.

** **الانخفاض** الجوهري في الرصيد النقدي المتاح للشركة واللازم للوفاء بالتزاماتها العاجلة، والذي يعكس حالة العسر المالي الفني والتي سبق لنا توضيحها، والتي غالبا ما يتم مواجهتها بشكل خاطئ على اعتبار أنها مشكلة تستوجب العلاج الفوري عن طريق الاقتراض العاجل، والذي يؤدي مستقبلاً إلى مزيد من العسر المالي وانخفاض السيولة، وبالتالي إضعاف القدرة الاستدانية للشركة، والذي يمكن أن يصل بها إلى مرحلة الفشل المالي الكامل. حيث تم معالجة الظاهرة، وبقيت المشكلة دون علاج، والتي تتحصر في الأسباب الحقيقية وراء هذا الانخفاض في الرصيد النقدي المتاح للشركة والتي تدور حول ما يلي:

- عدم سلامة سياسة الشراء المطبقة في الشركة، وذلك بالشراء النقدي مع إمكانية الشراء الآجل.
- ضعف كفاءة جهاز البيع والتحصيل بالشركة.

- ضعف الموقف التنافسي لمنتجات الشركة الأمر الذي أدى إلى انخفاض الإيرادات.
- المبالغة في بعض العناصر المكونـ.ـة للمصـ.ـروفات النقدية الخارجة، مثل مصروفات البيع والتحصيل.
- عدم اتباع الشركة لأسلوب التخطيط النقدي.
- زيادة الأعباء التمويلية المتمثلة في الفوائـ.ـد وأقسـ.ـاط الديون.. إلخ.

وإلى هذا الحد نعتقد أن الفرق بين الظاهرة والمشكلة قـ.ـد أصبح واضحا، مع التأكيد على أنه من الممكـ.ـن أن تتعـ.ـدد مراحل ربط الظاهرة التي نلاحظها بالمشكلة الجذريـ.ـة إلـ.ـى مراحل متعددة؛ حيث إن تحليل الأسباب الممكنـ.ـة للظـ.ـاهرة موضع البحث سوف يحدد السبب الرئيسـ.ـي وراء حـ.ـدوثها، وهو المشكلة، وبعد تحديد المشكلة المباشرة للظاهرة يمكن أن تكون مجرد ظاهرة لمشكلة أخرى.. وهكذا تتعدد المراحـ.ـل لحين الوصول إلى المشكلة الجذرية وراء الظاهرة التي يـ.ـتم ملاحظتها.

(ب) صياغة فروض البحث:

تأتي هذه المرحلة من مراحل البحث العلمي بعد الانتهـاء من المرحلة السابقة والمتعلقة بالتحديد الـدقيق للظـاهرة أو المشكلة موضع البحث، حيث يبدأ البحث في موضوع يرتبط بعدم الوضوح أو عدم المعرفة عن موقف معين أو موضوع ما، مع عدم التأكد من أشياء محددة وقاطعـة، فتـأتي هـذه المرحلة التي ترتبط باتباع أسلوب التجربة والخطـأ ولكـن بأسلوب مخطط وغير عشوائي، والتي يطلق عليها مرحلـة وضع الفروض hypotheses والتي تعني تحديد عـدد مـن التوقعات التي لم يتم التأكد من صحتها بعد، بحيـث ينتهـي البحث العلمي إما بالتثبت من صحة تلك الفـروض أو عـدم صحتها أو صحة بعضها وعدم صحة البعض الآخر.

ومن المنطقي أن تختلف صياغة الفرض باختلاف نوعية البحث، من حيث كونه يتجه نحو معالجة ظـاهرة معينـة أو معالجة مشكلة معينة اعتمادا على ما سبق توضيحه في هـذا المجال ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

١- البحوث المعالجة للظواهر:

بناء على ما سبق تأكيده من عدم احتياج الظاهرة لجهد في الإثبات أو التأكيد، حيث إنها حقيقة بالنسبة للشخص الذي يلاحظ وجودها، وبالتالي يهدف البحث في هذه الحالة إلى محاولة الوقوف على السبب الحقيقي وراء حدوث هذه الظاهرة وهو المشكلة الأصلية، فإن الفرض في مثل هذه النوعية من البحوث سوف يمثل عامل الربط بين كل من الظاهرة والمشكلة، حيث يمكن تعريفه هنا بأنه مجرد سبب محتمل للظاهرة موضع البحث، وأن صفة الاحتمالية المذكورة تعني أن الجهد البحثي والتحليلي سوف يؤكد مدى صحة أو عدم صحة الفرض الموضوع، وعلى ذلك يتحتم ضرورة صياغة الظاهرة موضع البحث في مرحلة سابقة لصياغة الفروض، وفي نفس الوقت تحتم منهجية البحث العلمي أن يكون هناك ارتباط واضح ومنطقي بين كل من الظاهرة موضع البحث والفروض التي يتم صياغتها، ولتدريب القارئ على الصياغة السليمة لفروض البحث نورد المثال التالي:

الظاهرة: تحقيق الشركة موضع البحث لخسائر بقيم كبيرة خلال السنوات الماضية.

الصياغة الخاطئة للفرض: أن خسائر الشركة ترجع بشكل مؤكد إلى عوامل تخرج عن نطاق تحكم إدارتها.

ومن الواضح أن الصياغة الخاطئة في الفرض المـ ـذكور ترجع إلى صياعته كحقيقة مؤكدة وبالتالي أصبح لا مجـ ـال لخضوعه للبحث العلمي لإثبات مدى صحته من عدمه، فـ ـي حين أن الصياغة السليمة لهذا الفرض تتمثل فيما يلي:

*** إن خسائر الشركة يمكن أن ترجع إلى:**

*** عوامل خارجة عن نطاق تحكم الإدارة مثل:**

- تغير أسعار الصرف.
- زيادة أسعار المواد الخام ومستلزمات الإنتاج ونقص المعروض منها.
- التسعير الجبري لمنتجات الشركة.
- زيادة الأعباء المرتبطة بالعمالة الزائدة.
- الزيادة الكبيرة في أسعار الفائدة والعمولات البنكية.

- مشاكل الطاقة بشكل عام وما لها مـن تـأثير علـى التشغيل والإنتاج.
- الركود الاقتصادي العام في الأسواق.
- المنافسة الحادة من الشركات الكبيرة.
- القوانين الحكومية التي تؤثر على نشاط الشركة.
- الأزمات المالية التي يتعرض لها المدينون.

*** عوامل داخلية تتعلق بضعف كفاءة الإدارة الحالية للشركة والمتمثلة فيما يلي:**

- عدم كفاءة القرارات المالية المتعلقة بالتمويل من حيث المبالغة في الاعتماد على التمويل بالديون.
- عدم كفاءة القرارات المالية المتعلقة بالاستثمار مـن حيث عدم سلامة هيكل الأصول، مع التوسع الغيـر مخطط والغير مدروس في نشاط الشركة وحجمها.
- عدم كفاءة الشركة فـي إدارة عناصـر رأس المـال العامل.
- عدم كفاءة الشركة في إدارة استثماراتها الثابتـة مـن حيث عدم استخدامها لطاقتها القصوى.

- عدم كفاءة نظم الرقابة المالية بالشركة وعدم سـ.ـلامة النظم المحاسبية بها.
- انخفاض كفاءة الجهاز القائم على مراجعـ.ـة الجـ.ـودة على منتجات الشركة.
- عدم كفاءة القرارات التسويقية بالشركة.
- ضعف كفاءة جهاز التحصيل بالشركة.
- عدم سلامة الهيكل التنظيمي للشركة وما يرتبط به من تضخم الوظائف الإدارية.
- عدم القدرة علـ.ـى معالجـ.ـة التغيـ.ـرات والمـ.ـؤثرات الخارجية عند حدوثها.
- عدم وجود نظام للرقابة على المخزون.
- ضعف كفاءة الشراء بالشركة.

وفي هذا المجال نؤكد على أهمية إخضاع جميع العناصر الفرعية المكونة لكل مـ.ـن الفرضـ.ـين للدراسـ.ـة والتحليـ.ـل، لإمكانية الوقوف على مدى صحة أو عدم صحة كل عنصر على حدة، وبالتالي يمكن تحديد المشكلة بشكل قاطع ومحدد، وبالتالي إمكانية علاجها، بالإضافة إلـ.ـى قيـ.ـام الباحـ.ـث أو

المحلل بتحديد الأهمية النسبية لكل عنصر من تلك العناصر التي يثبت أن لها دورا في خسائر الشركة موضع البحث والتحليل، وذلك بتحديد حجم الخسائر الناتجة عن كل عنصر منها.

وهنا يجب التفرقة بين كل من الفرض Hypotheses والذي عرفناه بأنه السبب المحتمل لظاهرة ما في حين أن الافتراض Assumption والذي يعني نوع من التحكم في بعض عناصر البحث ضمن صياغة معينة ترتبط بها نتائج البحث، وأن أي تعديل في هذه الصياغة سيؤثر في تلك النتائج، ومثال ذلك ثبات مستوى الدخل، أو ثبات الأسعار.. إلخ.

فإذا ما افترضنا أن الدراسة التحليلية قد أكدت صحة الفرضين المذكورين بجميع عناصرهما الفرعية، وأن خسائر الشركة عن العام الحالي بلغت ٥ مليون جنيه فيمكن بكثير من الجهد التحليلي إعداد الجدول التالي:

جدول رقم (٢)

تحليل خسائر الشركة عن العام الحالي ١٩٨٩

(القيمة بالألف جنيه)

بيـ . . . . ان	جزئي	كلي
نتائج الأعمال		(٥٠٠٠)
العناصر الخارجية		
خسارة فرق تحويل العملة	٤٠٠	
خسارة أسعار المواد الخام ومستلزمات الإنتاج	٣٠٠	
خسارة التسعير الجبري	٨٠	
خسارة العمالة الزائدة	١٢٠	
خسارة زيادة أعباء الديون	٢٠	
مشاكل الطاقة المحركة	٣٠	
الركود الاقتصادي العام	٤٠	
المنافسة الحادة	٤٠	
القوانين الحكومية	٥٠	
الأزمات المالية التي يتعرض لها المدينون	٦٠	
العناصر الداخلية:	١٢٠٠	
خسائر مرتبطة بقرارات تمويلية خاطئة	٨٠٠	
خسائر مرتبطة بقرارات استثمارية خاطئة	١٢٠	
خسائر مرتبطة بضعف كفاءة إدارة ر. م العامل	٢٩٠	
خسائر مرتبطة بضعف كفاءة الاستثمارات الثابتة		
خسائر مرتبطة بضـ.ـعف الـ.ـنظم الرقابيـ.ـة الماليـ.ـة والمحاسبية	١٤٠	
خسارة مرتبطة بمراقبة الجودة	٢٠٠	

بيـ . . . .ان	جزئي	كلي
خسائر مرتبطة بعدم كفاءة القرارات التسويقية	١٨٠	
خسائر مرتبطة بضعف كفاءة جهاز التحصيل	١٧٠	
خسائر مرتبطة بتضخم الوظائف الإدارية		
خسارة مرتبطة بعدم القدرة على المعالجـ .ة السـ .ريعة	١٤٠	
للمشكلات	١٥٠	
خسارة مرتبطة بضعف الرقابة على المخزون	٣٥٠	
خسائر مرتبطة بجهاز الشراء		
	٣٨٦٠	

وبنظرة سريعة على محتويات الجدول التحليلـ .ي السـ .ابق يتبين أن المؤثرات الداخلية بعناصـ .رها الفرعيـ .ة وبشـ .كل إجمالي تلعب الدور الأكبر تأثيرا على نتائج أعمال الشركة، من ذلك الدور الذي تحدثه المؤثرات الخارجية.

وفي واقع الأمر يمكن لنا وصف الخسائر الناتجـ .ة عـ .ن المؤثرات الداخلية والتي بلغت قيمتها ٣٨٦٠ جنيـ .ه، والتـ .ي تتعلق بضعف كفاءة الجهاز الإداري بالشركة بأنهـ .ا تكلفـ .ة الوكالة Agency Cost، والتي نشـ .أت مـ .ن تضـ .خم حجـ .م المشروعات، وتعدد أنشطتها، وبالتالي عدم قدرة المالـ .ك أو الملاك على الإدارة الذاتية لمشروعاتهم وما ترتب على ذلك من إسناد مهمة الإدارة إلى طبقة من المـ .ديرين المحتـ .رفين

والذين يملكون من المؤهلات العلمية والخبرات العملية القدر الذي يضفي عليهم صفة الاحتـ.ـراف الإداري، حيـ.ـث تنشـ.ـأ الوكالة المذكورة من خلال توقيع عقد بين طرفين بموجبـ.ـه يقوم المالك أو الملاك بتفويض المدير أو مجموعة المديرين بإدارة المشروع نيابة عنهم، على أن يقوم الوكيـ.ـل بتحقيـ.ـق مصالح المالك أو الملاك في مقابل حصـ.ـوله علـ.ـى الأجـ.ـر المناسب، وتظهر المشكلة حينما تتعارض مصلحة الطرفين، ويسعى كل طرف إلى تعظيم منافعه الخاصة.

ومن خلال النظرة المتعمقة لمحتويات الجـ.ـدول السـ.ـابق يمكن تقييم موقف الشركة كما يلي:

** إن هناك خسارة قدرها ١١٤٠ ألف جنيـ.ـه كنتيجـ.ـة مباشرة لعوامل خارجية، الأمر الذي يعني ضرورة تقييم تلك العوامل لتحديد مدى امتداد تأثيرها في العام القادم، حيث إن تأثيرها على المركز المالي للشركة في هذا العـ.ـام لا يعنـ.ـي بالضرورة استمرار هذا التأثير في العام القـ.ـادم، أو قـ.ـد لا تحدث التأثير بنفس الدرجة، وعلى ذلك يستلزم الأمر دراسة كل عامل منها على حـ.ـدة ودراسـ.ـة اتجاهاتـ.ـه المسـ.ـتقبلية المتوقعة، ولمزيد من التوضيح نفترض الآتي:

- أن خسائر تقلبات العملة لن تكون بنفس الحجـم فـي العام القادم وستنخفض بمعدل ٥٠% لكي تصل إلـى ٢٠٠ ألف جنيه بدلا من ٤٠٠ ألف جنيه.
- أن الاتجاهات المستقبلية تشير إلى اتجاه أسعار المواد الخام ومستلزمات الإنتاج نحو مزيد من التزايد بمعدل ١٠%، لتصل الخسائر المرتبطة بها إلى ٣٣٠ ألـف جنيه.
- أن الخسائر الناتجة عن القوانين الحكومية ستظل كما هي، كما أن خسائر التسعير الجبري ستظل كما هـي أيضا.
- أن هناك اتجاها متوقعا نحـو التحسـن فـي الحالـة الاقتصادية العامة؛ الأمر الذي سيخفض من خسـائر الشركة المرتبطة بها بمعدل ٥٠% ومن المنطقـي أن تنخفض أيضا خسائر الشركة المرتبطـة بالأزمـات المالية التي يتعرض لها مدينوها بنفس المعدل أيضا.
- بالنسبة لسعر الفائدة على القروض، تشير الاتجاهات المتوقعة إلى استمرار نفس المعـدل وبالتـالي فمـن

المتوقع استمرار قيمة الخسائر على م.ا ه.ي علي.ه وكذلك بالنسبة للخسائر الناتجة عن الطاقة المحركة.

- تشير الاتجاهات المتوقع.ة إل.ى إمكاني.ة تخف.يض الخسائر الناتجة عن العمالة الزائ.دة وخاص.ة ف.ي الوظائف الإدارية بمعدل ٢٥% نتيجة لبلوغ عدد من العاملين سن المعاش.
- أيضا تشير الاتجاهات المتوقع.ة إل.ى زي.ادة ح.دة المنافسة التي تتعرض لها الشركة، الأمر الذي سيزيد من الخسائر المرتبطة بها بمعدل ٣٠%، وخاصة في ظل استمرار القي.ود الخاص.ة بالتس.عير الجب.ري لمنتجات الشركة، ومع اتجاه أس.عار الم.واد الخ.ام ومستلزمات الإنتاج نحو التزايد.

وفي نهاية هذا التحليل يتبين أن هناك توقعات بأن تنخفض الخسائر الناتجة عن العوامل الخارجية خلال العام القادم من ١١٤٠ ألف جنيه إلى ٩٠٢ ألف جنيه أي معدل ٢١% وذلك بافتراض عدم معالجة الخسائر الناتجة عن العوامل الداخلية.

** أما فيما يتعلق بالخسائر الناتجة عن العوامل الداخلية والتي بلغت قيمتها ٣٨٦٠ ألف جنيه، فإن الأمر هنا يخ.رج

عن دائرة التوقعات المستقبلية، والتي تم استخدامها في تحليل الخسائر الناتجة عن العوامل الخارجية، حيث يستلزم الأم.ر هنا ضرورة إعداد برنامج للإصلاح المالي يعتمد بشكل كبير على نتائج تطبيق البرنامج المالي والإحصائي لتحليل المركز المالي للشركة الأمر الذي ستتعرض له تفصيلاً ف.ي ج.زء لاحق.

٢- البحوث المعالجة للمشكلات:

بناء على ما سبق تأكيده من كون المشكلة البحثية تتعل.ق بتلك الحالة المرضية والتي تحددت بشكل قاطع سواء فيم.ا يتعلق بأبعادها المختلفة أو مسبباتها المؤكدة، وبالتالي اتج.اه البحث العلمي في هذا المجال إلى التشخيص الدقيق للمش.كلة والبحث عن أفضل السبل المتاحة لعلاج هذه المشكلة، وعلى ذلك يتم صياغة فروض البحث هنا عن أفضل الطرق البديلة والمقترحة، لتحديد مدى إمكانية اقتنائها بش.كل فعل.ي ف.ي معالجة المشكلة المطروحة في محاولة للتوصل إلى أفض.ل حل ممكن؛ وذلك انطلاقًا من ضرورة التمسك ب.أن يك.ون البديل الذي يتم إقراره لحل المشكلة موضع البح.ث محققً.ا لثلاثة شروط متكاملة وهي:

٢/١ أن يكون البديل المقترح قابلاً للتطبيق العملي.

٢/٢ أن يكون البديل المقترح قادرا على معالجة المشكلة موضع البحث بكامل أبعادها.

٣/٢ أن يكون العائد المتوقع من تنفيذ البديل المقترح عمليا أكبر من تكلفة تنفيذه.

واعتمادا على ما سبق عرضه من توصيفنا لحالة الفشل المالي الحقيقي للمشروعات على أنها المشكلة الأساسية التي يرتبط كل مشروع منذ نشأته باحتمال حدوثها.

والسؤال الآن يتعلق بكيفية التعامل مع حالة الفشل المالي بمنهجية البحث العلمي؟

والواقع أن الإجابة على هذا السؤال تنحصر في ضرورة اتباع ما يلي:

الخطوة الأولى: التشخيص الدقيق لأبعاد مشكلة الفشل المالي.

الخطوة الثانية: صياغة فروض المشكلة.

الخطوة الثالثة: اختباره فروض المشكلة.

الخطوة الرابعة: إقرار البديل المناسب لعلاج المشكلة.

وسوف نعرض من خلال السطور المعدودة التالية لطبيعة كل خطوة من الخطوات الأربع المذكورة، علـى أن نرجـئ التفاصيل لمرحلة التطبيق العملي.

– وفيما يتعلق بالخطوة الأولى، فإن التشـخيص الـدقيق لأبعاد مشكلة الفشل المالي للشركة موضع البحث والتحليـل، لن تتحقق بمجرد النظر، أو معرفة وجهة نظر إدارة الشركة أو مساهميها، ولكن الأمر يحتاج إلى جهد كبير مـن خـلال تطبيق البرنامج التحليلي المقترح؛ وذلك من خلال المراحـل الفرعية التالية:

- إعادة تجهيز القوائم المالية لخدمة أغراض التحليل.
- تطبيق برنامج تحليل القرارات المالية.
- تطبيق برنامج تحليل النتائج المالية.
- تطبيق برنامج التحليل الشامل للمركز المالي للشركة.
- إعداد التقرير النهائي عن المركز المالي للشركة.

– أما فيما يتعلق بالخطوة الثانيـة والمتعلقـة بصـياغة فروض البحث، فإن دارسة مشكلة الفشل المالي تـدور فـي رأينا حول فرضين أساسيين وهما:

الفرض الأول: إنه من الممكن تصميم وتنفيذ إطار متكامل للإصلاح المالي للشركة.

الفرض الثاني: إنه في حالة عدم إمكانية أو عدم اقتصادية تنفيذ برنامج الإصـلاح المـالي للخـروج بالشركة من حالة الفشـل المـالي، يمكـن إدماجها في شركة أخـرى، بشـرط عـدم التأثير السلبي على المركز المالي للشـركة الدامجة.

– وأما فيما يتعلق بالخطوة الثالثـة والمتعلقـة باختيـار فروض المشكلة فسوف ترتبط بالتطبيق العملي، حيث يبـدأ الباحث في اختيار مدى صحة أو عدم صحة الفـرض الأول والخاص بتصميم وتنفيذ برنامج الإصـلاح المـالي، حيـث يتوقف الأمر هنا وفيما يتعلق بصحة هذا الفرض على ثلاثة شروط أساسية وهي:

١– تصميم البرنامج بشكل سليم، من حيث سيطرته على جميع جوانب المشكلة وأبعادها المختلفة.

٢– قابلية البرنامج المقترح للتنفيذ العملي.

٣- أن يكون العائد المتوقع تحقيقه من تنفيـذ البرنـامج المقترح أكبر من تكلفة تصميمه وتنفيذه.

ومن الطبيعي أن عدم تحقيق الشروط الثلاثـة المـذكورة سوف يعني مباشرة ثبوت عدم صحة هذا الفرض، وبالتـالي توجه الباحث نحو العمل على إثبات مدى صـحة أو عـدم صحة الفرض الثاني والخاص بإدماج الشركة فـي شـركة أخرى، حيث يتعلق الأمر هنا بدراسـة وتحليـل الموقـف المتوقع حدوثه للمنشأة الدامجة بعد الإدماج وبدونـه، وذلـك فيما يتعلق بربحية رأس المال المملوك، حيث يثبـت صـحة هذا الفرض في حالة زيادة معدل الربحية المذكورة في حالة الإدماج، أو عدم التأثير السلبي عليها على الأقل.

ومن البديهي أن عكس ذلك سيعني ثبوت عـدم صـحة الفرض المذكور.

والسؤال الآن ينحصر في ما يجب عمله في حالة ثبـوت عدم صحة فرض البحث؟؟

وتنحصر الإجابة في ضرورة قيام المحلل المالي بإعـداد برنامج متكامل لتصفية الشركة والذي يعني باختصار شـديد تحويل القيم الدفترية لعناصر الأصـول إلـى قـيم نقديـة،

واستخدامها في سداد قيم عناصر الخصوم رأس المال، مـ ـع التحديد الدقيق للموقف النهائي لهذه العناصر بالنسبة للسداد.

- وأخيرا وفيما يتعلق بالخطوة الرابعة والأخيرة السـ ـابق ذكرها، فمن الضروري أن ينحصر القرار في اختيار ذلـ ـك البديل الذي يتصف بإمكانية التنفيذ، مـ ـع اقتصـ ـادية التنفيـ ـذ والذي يعني ضرورة تعظيم استفادة المساهمين.

وفي هذا المجال نؤكد على أهمية تميز التقرير بالشمولية؛ بمعنى احتوائه على جميع البدائل المتاحة للاختيار.

الفصل الثاني

الإطار التطبيقي لتشخيص أبعاد مشكلة الفشل المالي

أولاً: مضمون الفكر المالي المعاصر.

ثانيا: الإطار الفكري لإعادة تجهيز القوائم المالية لخدمة أغراض التحليل.

ثالثًا: تحليل القرارات المالية.

رابعا: تحليل النتائج المالية.

خامسا: التحليل الشامل للقرارات والنتائج المالية.

سادسا: إعداد التقرير النهائي.

أولاً

مضمون الفكر المالي المعاصر [1]

اعتمادا على ما سبق إيضاحه بشأن الخطوات الأربع المكونة لمنهجية البحث العلمي لحالة الفشل المالي للمشروعات يتبين أننا الآن في مجال العرض التفصيلي والتطبيقي للخطوة الأولى من الخطوات الأربعة المذكورة، والتي تهدف إلى التشخيص الدقيق لمشكلة الفشل المالي للشركة موضع التطبيق، وتحديد أبعادها المختلفة، وذلك من خلال تطبيق برنامجنا التحليلي على القوائم المالية للشركة المفترضة.

وقبل أن نعرض للحالة العملية والتي ستطبق عليها البرنامج المذكور نؤكد على اهتمامنا بكل من العوامل الداخلية والخارجية كمسببات مباشرة لوصول الشركة إلى

---

(1) دكتور نبيل عبد السلام شاكر، **الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات، منهج تحليلي – منهج اتخاذ قرارات** (القاهرة: دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ١٩٨٩) ص١٧.

حالة الفشل المالي الكامل، وبالتالي الاهتمام بصياغة فروض المشكلة واختبارها وإقرار البديل المناس.ب والق.ادر عل.ى احتواء جميع المسببات المذكورة.

وفي هذا المجال نرى ض.رورة التأكي.د عل.ى أهمي.ة وخطورة العملية الإداري.ة بش.كل ع.ام، وعل.ى إنج.اح المشروعات بشكل خاص، حيث إن تقدم الأمم ونموها يتوقف على كفاءة الإدارة والإداريين، حيث تنحصر العملية الإدارية بمفهومها المعاصر في صناعة واتخاذ الق.رارات اللازم.ة لإنجاح المشروعات، وإبقائها في دنيا الأعمال، وذل.ك م.ع الأخذ في الاعتبار أننا سنخص اهتامن.ا ب.الإدارة المالي.ة للمشروعات والتي توضح مفهومها كما يلي:

إن الفكر المالي المعاصر يتميز أساسا بالشمولية؛ بمعن.ى الاهتمام بجانبي الميزانية العمومية دون الاقتصار على جانب واحد، الأمر الذي يعني الاهتمام بكل من تدبير الأموال ث.م الاهتمام بكيفية استخدامها؛ كل ذلك وص.ولا إل.ى تحقي.ق المنشأة لنتائجها المالية المستهدفة؛ وذلك من خ.لال تحقي.ق معدل ربحية مرتفع للمساهمين يتمشى م.ع توقع.اتهم م.ن الفرص البديلة المماثلة؛ مما يرفع من قيم.ة المنش.أة ف.ي

نظرهم؛ الأمر الذي يجعل من الحصول على مصادر تمويل مملوكة إضافية سواء بطرح أسهم جديدة أو احتجاز أربـ.ـاح أمرا ميسورا، هذا بالإضافة إلى توفير السيولة المناسبة ممـ.ـا يضمن للمنشأة البقاء في ميدان الأعمال دون حـ.ـرج مـ.ـالي ودون الوصول إلى مرحلة الفشل المالي، هذا بالإضافة إلـ.ـى تدعيم الموقف الائتماني للمنشأة من خلال إمكانية الحصـ.ـول على مصادر استدانية إضافية عند الحاجة إلى ذلك، مع تزايد العناية بمتابعة الموقف المـ.ـالي للمنشـ.ـأة بصـ.ـفة مسـ.ـتمرة لمحاصرة أي خلل تحدده تلك المتابعة.

والواقع إن الفكر المالي المعاصر يدور حول نقطة ارتكاز جوهرية، والتي تتمثل في عملية صناعة القـ.ـرارات الماليـ.ـة الرشيدة، والتي ينعكس أثرها المباشر في تحقيق كل ما سبق ذكره فيما يتعلق بتفصيلات النتائج المالية، حيث إن القرارات المالية المذكورة تتعلق بكل من التمويل والاستثمار، ومن هنا يمكن التأكيد على الاختلاف الجوهري بين كل من الوظيفـ.ـة المالية والوظيفة المحاسبية، حيث من الواضـ.ـح أن الوظيفـ.ـة المالية والتي تتعامل مع المستقبل من خلال عمليـ.ـة اتخـ.ـاذ القرارات المالية المدروسة لكل من التمويل والاستثمار مـ.ـع

اهتمامها بالكامل بتحقيق مجموعة من الأهداف الماليـ.ـة مـ.ـن خلال تلك القرارات، في حين أن الوظيفة المحاسبية تعتبـ.ـر وظيفة تسجيلية بالدرجة الأولى توجه اهتمامها نحو اسـ.ـتخدام المفاهيم والنظم المحاسبية والتكاليفية المتعددة فـ.ـي تسـ.ـجيل القرارات المالية بعد تنفيذها لكي تظهر في النهاية مجموعـ.ـة من القوائم المحاسبية والتكاليفية، والتي من خلالهـ.ـا يمكـ.ـن الوقوف على مدى سلامة المركز المالي للمنشأة.

ويصبح واضحا الآن أن قائمة المركز المالي التـ.ـي تعـ.ـد محاسبيا في نهاية السنة المالية يعكس جانبها الأيسر، وهـ.ـو الخصوم بالمفهوم المحاسبي، أرصدة المنشأة تجاه مسـ.ـاهميها ودائنيها لحظة إعداد تلك القائمة، والتي تعكـ.ـس القـ.ـرارات التمويلية، في حين يعكس جانبها الأيمـ.ـن وهـ.ـو الأصـ.ـول بالمفهوم المحاسبي أرصدة ممتلكات المنشـ.ـأة مـ.ـن مختلـ.ـف الأصول، والتي تعكس القرارات الاستثمارية، وأيضا ومـ.ـن خلال القوائم المالية الأخرى وهي حساب الأرباح والخسائر وحساب المتاجرة وحساب العمليات الجارية، فتعكس النتـ.ـائج النهائية التي وصلت إليها المنشأة في نهاية العام، ولا يفوتنـ.ـا في هذا المجال أن نوجه الانتباه إلى اهتمـ.ـام الفكـ.ـر المـ.ـالي

المعاصر بالعديد من المجالات والتي أهملت في المراحل التاريخية السابقة، ونحصرها فيما يلي:

١- الاهتمام بالتحديد الدقيق للأهداف المالية للمنشآت باختلاف نوعياتها.

٢- الاهتمام باستحداث نظريات عديدة لتكوين الخليط التمويلي وحصر العوامل المختلفة التي يجب أخذها في الاعتبار عند إقرار خليط تمويلي معين، مع ترك الباب مفتوحا لإمكانية تعديله مستقبلاً إذا ما كان هناك حاجة لذلك.

٣- الاهتمام بتكلفة التمويل التي تتحملها المنشأة مقابل احتفاظها بالخليط التمويلي، وذلك من حيث ظهور العديد من النظريات التي تحكم تلك التكلفة مع تحويلها إلى مفهوم عملي؛ وذلك باستخدامها كمعدل للخصم ممثلاً للحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه من استثمارات المنشأة المختلفة.

٤- الاهتمام بمجال تقويم الأوراق المالية لما لها من أثر واضح على قرارات تدبير الأموال واستثمارها.

٥- الاهتمام باستحداث أساليب جديدة للتحليل المالي وتعدد استخداماته العملية.

ومن الواضح [1] الآن أن تركيز الفكر المالي المعاصر يتجه نحو عملية اتخاذ القرارات أو التوصية باتخاذ قرار، حيث إن الطبيعة المميزة لنشاط المدير المالي هي أن الجزء الفكري فيه أكبر بالضرورة من الجزء الإجرائي، وإذا كان الأمر عكس ذلك بزيادة الجزء الإجرائي عن الجزء الفكري، فإن الأمر هنا سيتعلق بنشاط مدير الحسابات وليس المدير المالي، حيث إن المدير المالي الذي يغلب على نشاطه الجزء التسجيلي والرقابي لا يصبح مديرا ماليا، وإنما مديرا للحسابات أو مراقب مالي على أحسن تقدير.

إن الواقع العملي في مصر قد أكد أنه ليس هناك وظيفة للمدير المالي بالمعنى المذكور هنا، وخاصة فيما يتعلق بشركات القطاع العام، حيث تمارس هذه الوظيفة بشكل

---

(1) د. سيد الهواري **الإدارة المالية، منهج اتخاذ القرارات**، (القاهرة مكتبة عين شمس، ١٩٧٥) ص١٠.

إجرائي ورقابي بالدرجة الأولى، ويرجع ذلك من وجهة نظرنا إلى عاملين أساسيين:

أولهما: الطبيعة العامة المميزة لنمط الإدارة في هذه الشركات، والتي يغلب عليها الطابع السيادي، أو التوجيهات العليا، الأمر الذي يحد من حرية الإدارة بصفة عامة والإدارة المالية بصفة خاصة فيما يتعلق بعملية صناعة القرارات المالية أو التوصية باتخاذها.

ثانيهما: يتعلق بعدم قدرة شاغلي الوظائف المالية على ممارسة وظائفهم بطريقة علمية سليمة، نظرا لعدم تعودهم على ذلك، الأمر الذي يستوجب ضرورة التصدي لنشر الفكر المالي وكيفية ممارسته، وتوضيح النتائج الإيجابية المترتبة على ذلك، مع التأكيد على أن الوظيفة المالية ليست مقصورة على المديرين الماليين فقط، فكل قرارات الإدارة العليا لها جانبها المالي، وأيضا الإدارات الفرعية الأخرى، مثل إدارات الإنتاج والأفراد والتسويق والمشتريات والمخازن، لها جميعا قرارات ذات

جانب مالي، وهنا تكون مهمة المدير المالي تج.اه هؤلاء جميعا متمثلة في توضيح الجوانب الماليـ.ة في قراراتهم، وتوضيح النتائج الماليـ.ة المترتبـ.ة على القرارات دون أن يشعرهم بأنـ.ه ذو سـ.لطة مفروضة عليهم، وعلى ذلك فنحن نؤكد علـ.ى أن الوظيفة المالية هي وظيفـ.ة استشـ.ارية بالدرجـ.ة الأولى أكثر منها وظيفة تنفيذية، وعلى ذلك فيجب أن تكون هذه الوظيفة قريبة بقدر الإمكـ.ان مـ.ن الإدارة العليا للشـ.ركات عنـ.د تصـ.ميم هياكلهـ.ا التنظيمية.

ثانيا

الإطار الفكري لإعادة تجهيز القوائم المالية لخدمة أغراض التحليل

لقد ارتبط ظهور التحليل المالي كأحـ.د مكونـ.ات الفكـ.ر المالي بمرحلة الكساد العالمي في ثلاثينيات هذا القرن، حيث تفشت خلال هذه الفترة ظاهرة الفشل المـ.الي للعديـ.د مـ.ن المشروعات وتصفيتها أو إعادة تنظيمها، وخلال هذه الفتـ.رة الزمنية حدث تطور ملموس في الفكر المالي ليتضمن نوعـ.ا من التركيز على موضوع حماية المشروعات مـ.ن الفشـ.ل المالي وضمان بقائها في دنيا الأعمال، وبذلك أخذ التحليـ.ل المالي مكانه المتميز في تحليل المراكز المالية للمشـ.روعات على الرغم من انتهاء حالة الكساد العالمي، حيث إن الشخص الذي يفاجئه أحد الأمراض الخطيرة، وعلى الرغم من شفائه التام من هذا المرض، فإن الفترة المتبقية من حياتـ.ه تتميـ.ز باهتمامه الملحوظ بعمل الكشوف والتحاليل الطبيـ.ة بشـ.كل متكرر.

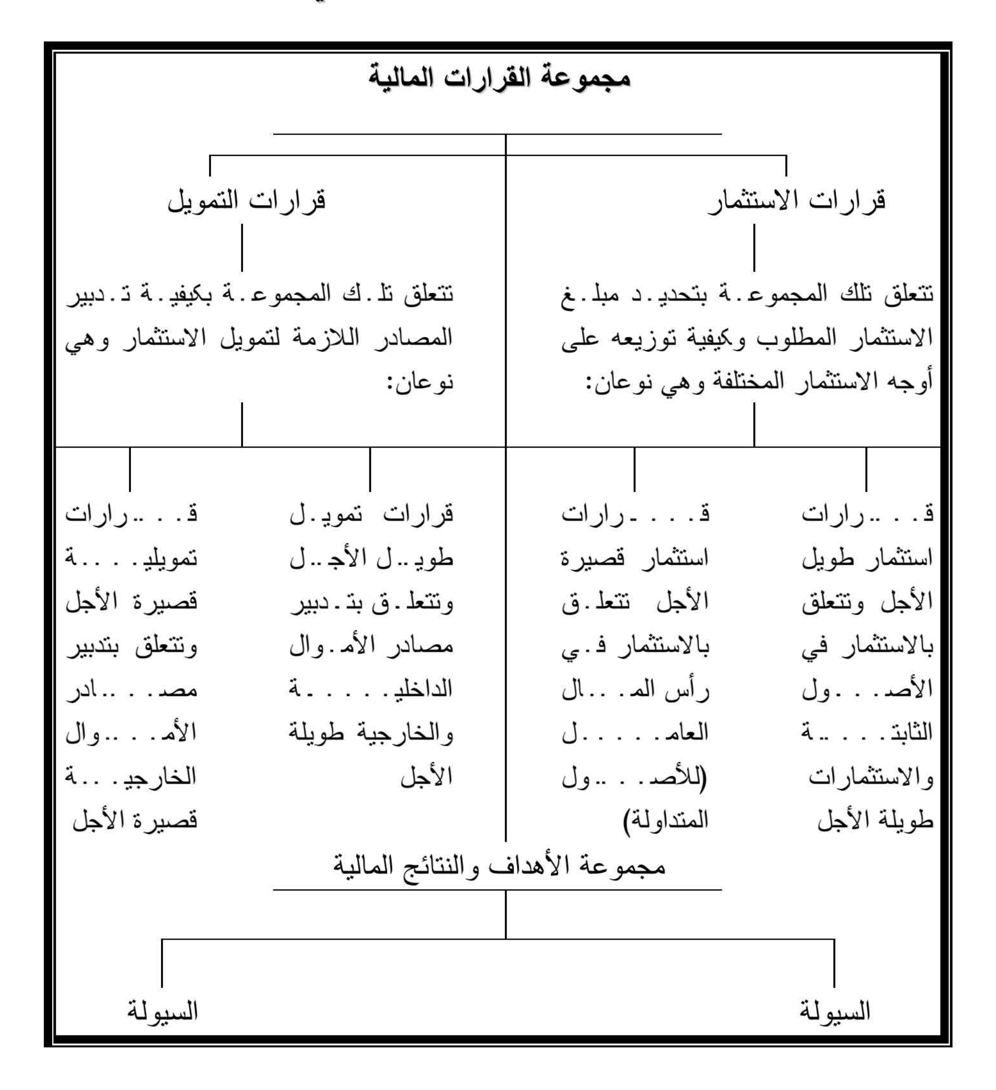
وينظر الكثيرون إلى التحليل المالي على أنه عملية فنيـة تهدف إلى فحص القوائم المالية والبيانات المنشورة عن منشأة معينة خلال فترة زمنية أو فترات ماضية بهـدف اسـتنتاج بعض المعلومات عن مدى تقدم المنشأة خلال الفترة، والتنبؤ بنتيجة أعمالها عن فترات مستقبلية، حيث تتعـدد مجـالات التحليل بتعدد الجهات المستفيدة من نتائجه سواء داخليـة أو خارجية.

إن التحليل المالي على الرغم من أهميتـه الكبيـرة مـن الناحية العملية حيث يمارسه العديد من المتخصصين وغيـر المتخصصين يتم وللأسف الشديد بأساليب سطحية تخلو مـن العمق الفكري والتحليلي؛ الأمر الذي لا يؤدي إلـى نتـائج يمكن الاستفادة منها عمليا، حيث إن المحلل المالي يجـب أن يتميز بقدرات خاصة تمكنه من إيجاد الترابط بين العناصـر المختلفة والخاضعة للتحليل مع أهمية استيعابه التام للأصول العلمية التي تحكم إدارة المشروعات... كل ذلك فـي إطـار تعايشه التام مع النشاط الاقتصادي للمنشأة موضع التحليل.

إن التحليل المالي ومن وجهة نظرنا يتلخص في تحديـد مدى سلامة العلاقة بين كل من القرارات الماليـة والنتـائج

المالية المترتبة عليها، الأمر الذي يعني التأكد من أن المنشأة موضع التحليل قد حققت أهدافها المالية المخططة من خـلال مجموعة من القرارات المالية السليمة والمتعلقـة بالتمويـل والاستثمار، هذا بالإضافة لأهمية توجيه العناية لتفهم المعنى الدقيق لاصطلاح المركز المالي موضع التحليل، والذي يمكن تلخيصه في مجموعتين، تتمثل الأولى فـي مجموعـة مـن القرارات المالية، وتتمثل الثانية في مجموعة من الأهداف أو النتائج المالية، حيث إن هناك علاقة تبادلية بين المجموعتين، حيث إن القرارات المالية السليمة والمدروسة علميا سـوف تؤدي بالضرورة إلى تحقيق المنشأة لأهدافها المالية المخططة والعكس صحيح، ومن منظور آخر فـإن الأهـداف الماليـة المخططة تمثل الإطار المرجعي لمتخذي القرارات الماليـة، بمعنى أن متخذ القرار لابد وأن يكون واضحا في ذهنه وبدقة ما يريد الوصول إليه، وبناء على ذلك يتخذ القرارات المالية المختلفة، ولكي يصبح الأمر أكثر وضـوحا فنعـرض مـن خلال الشكل التالي تفصيلاً لمكونات المركز المالي موضـع التحليل.

بيان بمكونات المركز المالي



ويتبين من خلال الشكل السابق أن تحليل المركز المالي لأي منشأة والذي يتضمن تحليلاً للقرارات والنتائج المالية سوف يغطي أربعة مجالات فرعية وهي:

١- تحليل قرارات التمويل.

٢- تحليل قرارات الاستثمار.

٣- تحليل السيولة.

٤- تحليل الربحية.

وليس من الأمور الحتمية أن يتم التحليل بنفس الترتيب المذكور، حيث إن البرنامج التحليلي لابد وأن يتضمن في النهاية تحليلاً للمجالات الأربعة مع التأكيد على حقيقة جوهرية تتمثل في أن المركز المالي لأي منشأة هو مركز مالي واحد لا يمكن تجزئته إلا لأغراض التحليل العلمي فقط، حيث يتشابه المركز المالي بعناصره المختلفة مع جسم الإنسان الذي يتكون من أجزاء عديدة ولكنها في التحليل النهائي تمثل أجزاء عديدة لشخص واحد، الأمر الذي يعني الارتباط الشديد بين المجالات الفرعية، حيث إن نتائج تحليل أي مجموعة تنعكس وتعكس نتائج تحليل العناصر الأخرى،

الأمر الذي يحتاج كما سبق أن ذكرنا إلى ضـ.رورة تمتـ.ع المحلل المالي بقدرات خاصة.

أساليب التحليل المالي:

الواقع إن نتائج التحليل المالي ستختلف باختلاف الأساليب والمفاهيم المستخدمة، وعلى ذلك فمن الأهمية بمكان التحديد الدقيق للأساليب والمفاهيم المستخدمة في أية عمليـ.ة تحليـ.ل مالي، حيث إن هناك العديد من الدراسات في هـ.ذا المجـ.ال والتي توصلت إلى العديد من أساليب التحليل التـ.ي يمكـ.ن تطبيقها في خدمة الأهداف التحليلية المختلفة.

ويتطلب التخطيط السليم من المحلل المالي مراعاة الدقـ.ة في اختيار الأساليب التي تتلاءم مع هدف التحليل ونطاقـ.ه، وفي هذا المجال فهناك اتفاق على ضرورة استخدام أسلوبين من أساليب التحليل في الوقت ذاته هما:

١- أسلوب التحليل الرأسي أو الثابت. Static Analysis

٢- أسلوب التحليل الأفقي أو المتحرك. Dynamic Analysis

حيث يتعلق الأسلوب الأول بتحليل قائمة ماليـ.ة واحـ.دة، وذلك بمقارنة عناصر الأصول ببعضها البعض لإبراز وزنها

النسبي أو بمقارنة بعض عناصر الأصول ببعض عناصـر الخصوم، وينطبق ذلك أيضا على قائمة الدخل والقوائم المالية الأخرى، ويطلق على هذا الأسلوب صفة الثبات، على اعتبار أن عنصر الزمن ثابت نظرا لارتباط الدراسة بفترة زمنيـة واحدة، ومن الواضح أن هذا الأسلوب في حالة الاعتماد عليه بشكل منفرد سوف يؤدي إلى نتائج تحليلية مضللة؛ نظرا لأن القوائم المالية التي تم الاعتماد عليها تعكس الموقف المـالي للمنشأة في لحظة زمنية معينة، وهي لحظة إعـداد المنشـأة لتلك القوائم، ومن هنا فيتم تلافي هذا القصور من خلال اتباع الأسلوب الثاني والذي سيعتمد على متابعة التغير في القيم من فترة لأخرى، وحساب التغيرات في تلك القيم على مدى عدد من السنوات الماضية، من خلال استنتاج الاتجاهات ومراقبة التغيرات في المركز المالي للمنشأة مع مرور الزمن، ومـن جهة أخرى فإن الاعتماد على أسـلوب التحليـل الأفقـي أو الاتجاهي يمكّن المحلل المالي من التغلب علـى أحـد أهـم الصعوبات التي تواجهه والتي تتمثل في غيـاب المعـدلات النمطية أو المعيارية التي تستخدم في مرحلة مقارنة نتـائج

التحليل الفعلية بتلك المعيارية أو النمطية لإمكانية تحديد أوجه القصور أو الانحراف في المجال الفرعي الذي يتم تحليله.

وهنا يلعب الأسلوب الاتجاهي دورا ملموسا في مواجهة الصعوبة المذكورة من خلال تمكن المحلل المالي من متابعة اتجاه العنصر موضع التحليل سواء نحو الثبات أو التحسن أو التدهور.

وفي هذا المجال فإن هناك نقصا شديدا فيما يتعلق بتحديد المعايير النمطية للأداء المالي وما يترتب عليه من نتائج مالية لمختلف الأنشطة الاقتصادية، حيث نتمنى أن يتجه الباحثون والمهتمون بالفكر المالي وخاصة من يهتم منهم بمجال التحليل إلى توجيه عنايتهم إلى سد هذه الفجوة.

أدوات التحليل المالي:

يقصد بأدوات التحليل تلك الوسائل التي يمكن من خلالها تنفيذ البرنامج التحليلي، والتي تحتاج إلى الكثير من الدقة والعناية عند تصنيعها، وكذلك عند استخدامها، وفي هذا المجال فإن أشهر الأدوات التحليلية المستخدمة وأكثرها شيوعا هي النسب أو المؤشرات المالية، حيث إن النسبة

المالية أو المؤشر المالي هي نتيجة محددة نصل إليهـا مـن خلال قسمة رقم معين على رقم معين آخر، ومـن الأمـور الهامة جدا أن يتم تصميم المؤشر المالي من خـلال منطـق فكري وفني واضحين، حيث إن هناك ضرورة لوجود علاقة منطقية بين بسـط ومقـام المؤشـر، وأن تكـون النتيجـة المستخرجة ذات معنى واضح، فإذا تصورنا أن مؤشرا ماليا معيناً بسطه رأس المال ومقامه رصيد الحسـابات المدينـة وأوراق القبض – فما معنى هذا المؤشر؟ وأي نتيجة يمكـن أن نصل إليها عند تطبيقه؟ وما هي العلاقة المنطقية بين كل من رأس المال والحسابات المدينة؟ ومن الواضح أن الإجابة على التساؤلات السابقة سوف تحدد بشكل قاطع أن المؤشـر المذكور قد تم تصميمه بطريقة خاطئة.

ولقد لاحظنا القصور الشديد المرتبط بهذه الأداة التحليلية، حيث تمتلئ الكتب والمؤلفـات المتخصصـة بالعديـد مـن المؤشرات المالية التي لم يطرأ عليها أي تغير ملموس، وفي سبيل معالجة هذا القصور فقد سبق أن تصدينا لمجال تصميم العديد من المؤشرات المالية الجديدة والتـي تخـدم أهـداف تحليلية محددة مثل تصميم مجموعة من المؤشـرات الماليـة

الموجهة لتحليل المراكز المالية لشركات التأمين، بالإضـافة إلى تصميم مجموعة أخرى لتحديد العوامل المـؤثرة علـى النتائج المالية للمشروعات الخاضعة لقانون الاستثمار رقـم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ والمعدل بالقانون رقـم ٣٢ لسـنة ١٩٧٧ والتي يطلق عليها مشروعات الانفتاح الاقتصـادي، ونحـن ندعو إلى توجيه المزيد من العناية لهذا المجال الهام، وإلـى جانب المؤشرات المالية المذكورة فهنـاك أداة أخـرى مـن أدوات التحليل تتمثل في مجموعة من القوائم المالية التحليلية والتي تصمم لخدمة أهداف محددة، فالقائمة التحليلية بالمعنى المقصود هنا هي قائمة من صنع وتصميم المحلل المالي دون غيره، وذلك خلافاً للقوائم والحسابات الختامية التـي تعـدها المنشأة في نهاية السنوات المالية.

ولقد سبق أن ذكرنا أن القرارات المالية التـي سـبق أن اتخذتها إدارة المنشأة موضع التحليل، وما ترتب عليها مـن نتائج مالية، يتم تسجيلها محاسبيا في شـكل مجموعـة مـن القوائم المالية والحسابات الختامية، ومن أكثر تلـك القـوائم استخداما عند تنفيذ البرنامج التحليلـي الميزانيـة العموميـة وقائمة العمليات الجارية أو قائمة الـدخل، بالإضـافة إلـى

ضرورة النظر إلى البيانات والأرقام التي تحويها تلك القوائم على أنها انعكاس مباشر لقرارات مالية، حيث يجب أن ننظر إلى رقم قدره ١٠٠٠٠ جنيه آلات ومعدات، ورقـم ٥٠٠٠ جنيه حسابات مدينة علـى أنهـا قـرارات ماليـة متعلقـة بالاستثمار طويل الأجل وقصير الأجل علـى التـوالي، ولا يجب النظر إليها على أنها أرصدة حسابات تعكـس نشـاطًا محاسبيا داخل المنشأة، وبالتالي تتلخص نظرة المحلل المالي لهذه الأرقام على أنها قرارات مالية استثمارية موضع تقييم، وتحديد انعكاس مدى سلامة أو عدم سلامة هـذه القـرارات على النتائج المالية التي تم التوصل إليها بالفعل، وكذلك يجب أن ننظر إلى رقم قدره ٢٠٠٠٠ جنيه قروض طويلة الأجل، ورقم ١٥٠٠٠ جنيه سحب على المكشوف على أنها قرارات مالية متعلقة بالتمويل طويل وقصير الأجل، مع تقيـيم هـذه القرارات وتحديد انعكاساتها على النتائج المالية للمنشأة.

وبذلك يتضح أن المحلل المالي لكي يـتمكن مـن القيـام بمهمته، فلابد أن يحصل على القوائم المالية للمنشأة موضـع التحليل لعدد من السنوات، بالإضافة إلـى المرفقـات التـي تساعده على الإلمام بكل التفاصيل.

والسؤال الآن: هل يمكن تطبيق البرنامج التحليلي اعتمادا على القوائم المالية المحاسبية بشكل مباشر؟

والواقع إننا مع الاتجاه المتنامي والذي ينادي بضـ.رورة إعادة النظر في تلك القوائم المالية وإعادة تجهيزهـ.ا لخدمـ.ة أغراض التحليل، حيث إن هناك اختلافات واضحة بين تلـ.ك المفاهيم والأسس المحاسبية التي حكمت القائمين بإعـ.دادها، وبين تلك المفاهيم والأسس التي يجب أن تحكـ.م المتصـ.دي لتحليلها، حيث يهدف بالمحاسبين إلى عرض البيانات المالية الفعلية في تصنيف محاسبي معين وبأرصدة معينـ.ة نتيجـ.ة للمعالجات المحاسبية التي تنص عليهـ.ا النظريـ.ات والـ.نظم المحاسبية المختلفة.

وفيما يتعلق بالميزانية العمومية أو قائمة المركز المـ.الي يصبح من الأمور الحتمية إعادة تجهيزها لأغراض التحليل؛ وذلك لعدة أسباب، منها:

١- أن قائمة المركز المالي بشـ.كلها التقليـ.دي تحـ.وي مجموعة من البنود الفرعية، في حـ.ين أن المحلـ.ل المالي يرى ضرورة إظهار ما بداخلها فـ.ي شـ.كل مجموعات رئيسية.

٢- أن قائمة المركز المالي عند إعدادها لا تخلـو مـن الآراء الشخصية، وذلك فيما يتعلق بطـرق تقـويم لبعض الأصول وكذلك فيما يتعلق ببعض المعالجات المحاسبية بهدف وضع أرصدة الحسـابات بشـكل معين، بقصد إظهار نتيجة المنشأة بشـكل معـين، الأمر الذي يتعارض مع مبادئ التحليل.

٣- اهتمام المحلل المالي بما هو دائم وما هو غير دائـم (طويل وقصير الأجل) بالنسـبة لأصـول المنشـأة وخصومها، الأمر الذي لا توضحه قائمـة المركـز المالي بشكلها التقليدي.

وللأسباب السابق ذكرها فهناك ضرورة لإعـادة تجهيـز قائمة المركز المالي للمنشأة موضع التحليل، حيـث نفضـل تسمية هذا الإجـراء بإعـادة التصـنيف Reclassification، والذي يعني إعادة تحديد تبعية البنود الفرعية التي تتضـمنها قائمة المركز المالي للمجموعات الرئيسية بما يتمشـى مـع مبادئ وأهداف واحتياجات التحليل.

وفي هذا المجال فإن هناك العديد مـن وجهـات النظـر المتعلقة بإعادة تصنيف قائمة المركز المالي، وخاصة فيمـا يتعلق بالمجالات الآتية:

بالنسبة لشكل قائمة المركز المالي بعد إعادة تصنيفها:

الأصول	الخصوم ورأس المال
أساس التقسيم: الغرض من حيازة الأصل ودرجة قابليته للسيولة ١- مجموعة الأصول الثابتة ٢- مجموعة الأصول شبه الثابتة ٣- مجموعة الأصول المتداولة	أساس التقسيم: نوع الملكية، والفترة الزمنية المستقبلية لاستحقاق الدين. ١- مجموعة حقوق الملكية (صافي). ٢- مجموعة الخصوم طويلة الأجل. ٣- مجموعة الخصوم قصيرة الأجـل (المتداولة)

بالنسبة لأسس تكوين المجموعات الرئيسية للأصول والخصوم:

على الرغم من عدم وجود أسس موحدة تنعكس في شكل تصنيف نموذجي متفق عليه، حتى بالنسبة للنشاط الواحـد – وهو أمر مقبول بالنسبة لمنهجية التحليل – إلا أن هناك عدة أحكام يجب مراعاتها أثناء القيام بعملية إعادة تصنيف قائمـة

المركز المالي لأي منشأة، وهنا سـوف نعـرض للأسـس الواجب اتباعها عند تكوين المجموعات الست المذكورة وذلك على الوجه الآتي:

بالنسبة لجانب الأصول:

١- مجموعة الأصول الثابتة Fixed Assets:

لقد عرف النظام المحاسبي الموحد الأصول الثابتة بأنهـا عبارة عن ممتلكات منقولة ملموسة أو غير ملموسة مقتنـاة بمعرفة الوحدة لغير أغراض البيع أو التحويل بل لاسـتمرار استعمالها طوال فترة وجودها كأدوات إنتاج.

إن المفهوم السابق للأصول الثابتة، والذي يعكس بشـكل مباشر وجهة النظر المحاسبية، والتي على أساسها تم تكوين هذه المجموعة داخل قائمة المركز المالي، لتتضمن العناصر التالية: (أراضٍ، مبانٍ وإنشاءات ومرافق، وآلات ومعـدات، ووسائل نقل وانتقـال، وعِـدد وأدوات، وأثـاث ومعـدات ومكاتب، وثروة حيوانية ومائية، ونفقات إيرادية مؤجلة).

وفيما يتعلق بوجهة نظر المحلل المالي بشأن تكوين هـذه المجموعة فهناك شبه اتفاق على ضرورة كون الأصل الثابت

ممثلاً لطاقة إنتاجية وليس بغرض إعادة البيع، في حـ.ين أن هناك اختلافات لعدة نقاط تتمثل في كونها أصول ملموسة أو غير ملموسة، وكذلك في كونها مستغلة فعلا أم ما زالت تُعد للاستغلال، أما عن وجهة نظرنا فيما يتعلق بالشروط الواجب توافرها في الأصل الفرعي، لكي يصبح صالحا للانضـ.مام لمجموعة الأصول الثابتة فهي:

١/١: أن يكون الغرض الأساسي من اقتناء الأصل هـ.و كونه طاقة إنتاجية وليس بغرض إعـ.ادة البيـ.ع أو التحويل.

١/٢: أن يكون الأصل ملموسا.

١/٣: أن يكون الأصل جاهزا للاستخدام الفعلي بصـ.رف النظر عن كونه في حالة استخدام أم لا، وقت إعادة التصنيف.

هذا وبعد تطبيق الشروط الثلاثة السابقة وتكوين مجموعة الأصول الثابتة، فيجب أن تظهر بسـ.عر التكلفـ.ة الأصـ.لية مطروحا منها مجمع الإهلاك، لكي تظهر بقيمتها الصـ.افية، وفي نفس الوقت ضرورة فصل قيمة الأراضي عـ.ن بقيـ.ة عناصر هذه المجموعة نظرا لعدم خضوعها للإهلاك.

وفيما يتعلق بعنصر النفقات الإيرادية المؤجلة والتي تدخل ضمن محتويات الأصول الثابتة حسب المفهوم المحاسـبي، فبالرجوع إلى مكوناتها التفصيلية نجد أنها تتكون من ثلاثـة عناصر هي:

مصـروفات التأسـيس – تجـارب بـدء التشـغيل – ومصروفات أبحاث.

وفيما يتعلق بمصروفات التأسيس فهي أصل غير منظور أو غير ملموس يظهر في جانب أصول الميزانية العموميـة، ويتعين على الإدارة أن تقوم باستهلاكه في أقـرب فرصـة ممكنة، غالبا ما تكون خمسة سنوات من بداية التشغيل.

وعلى هذا الأساس فإن النفقات الإيرادية المؤجلة إذا وجد المحلل المالي أنها تتكون من مصروفات تأسيس فقط، فيجب أن يقوم باستبعادها كليا من جانب الأصول، على أن تسـتبعد القيمة المقابلة لها من حقوق الملكية، على أن يتم استبعاد مـا يخصها من مجمع الإهـلاك وتحويلـه إلـى المخصصـات الأخرى، أما إذا كانت النفقات الإيرادية المؤجلة مكونة فقـط من عنصري تجارب بدء التشغيل ومصـروفات الأبحـاث،

فيجب أن ترحل إلى مجموعة الأصول شبه الثابتة مع إجراء نفس المعالجة المذكورة بالنسبة لمخصص الإهلاك.

٢- مجموعة الأصول المتداولة

Current Assets or Working Capital

تعكس هذه المجموعة – وكما سبق أن ذكرنا – قرارات الاستثمار قصير الأجل، أو تلك الاستثمارات الموجهة إلى النقدية وأصول أخرى يمكن تحويلها داخل إطار النشاط الطبيعي لنشاط المنشأة إلى نقدية، وبدون خسارة في قيمتها خلال مدة زمنية لا تجاوز السنة، وبهذا الشكل فإن هذه المجموعة هي التي تكون جاهزة لمواجهة التزامات المنشأة تجاه الغير، والتي تستحق السداد في الحال أو خلال مدة زمنية لا تجاوز السنة أيضا، ومن خلال هذا المنظور لمجموعة الأصول المتداولة أو رأس المال العامل فيتبين أنها نوع من الاستخدامات والاستثمارات قصيرة الأجل، في حين أن النظرة التحليلية المتفحصة، والتي تختلف كثيرا عن تلك النظرة المحاسبية، تؤكد على ضرورة النظر إلى هذه المجموعة على أنها تتضمن نوعين من الاستخدام أو الاستثمار في ذات الوقت، حيث إن هذه المجموعة وبعد

تكوينها تتضمن داخليا جزءا لمواجهة الالتزام. ات العاجل. ة، وجزءا آخر تحتفظ به المنشأة وبشكل دائم لمواجهة متطلبات تشغيل الأصول الثابتة، وعلى ذلك فإن الج. زء الأول يمث. ل استثمارا قصير الأجل للأموال، في حين يمثل الجزء الث. اني استثمارا طويل الأجل نظرا؛ لارتباط. ه بتش. غيل الأص. ول الثابتة.

إن هذا الجزء الأخير يطلق عليه اصطلاح ص. افي رأس المال العامل Net Working Capital والذي يتم التوصل إلى قيمته باستبعاد مجموعة الخصوم قصيرة الأجل من المجموع المصنف لرأس المال العامل، الأمر الذي يح. تم ض. رورة تنويع مصادر تمويل تلك الاستثمارات، حيث تحتم المب. ادئ التمويلية ضرورة تمويل الجزء الدائم من رأس المال العامل (صافي رأس المال العامل ذو القيمة الموجبة) م. ن خ. لال مصادر تمويل طويلة الأجل، على أن ي. تم تموي. ل الج. زء المؤقت من رأس المال العامل من خلال مص. ادر تموي. ل قصيرة الأجل، لكي نضمن عدم ظهور انعكاسات سلبية على النتائج المالية للمنشأة.

وعلى ذلك فإن مجموعة الأصول المتداولة أو رأس المال العامل تتضمن العناصر الفرعية التي يتوافر فيها الشـروط التالية:

٢/١: أن يكون قابلاً للتحول إلى الشكل النقدي في مدة لا تزيد عن سنة، وبدون خسارة في قيمته.

٢/٢: أن يكون ضمن الإطار الطبيعي لأعمال المنشأة.

٢/٣: أن يكون الغرض مـن اقتنائـه إعـادة البيـع أو التحوير.

٢/٤: ألا يتم تكوينه بموجب القانون.

٢/٥: أن يظهر في صورة ملموسة تمكن المنشـأة مـن استخدامه في مواجهة التزاماتها العاجلة وقت القيام بعملية إعادة التصنيف.

وفي سبيل توضيح كيفية التطبيق العملي للشروط السـابقة فنعرض للأمثلة الآتية:

- تطبيقاً للشرط الأول يتم استبعاد الجـزء الراكـد مـن المخزون، وكذلك الجزء الرديء مـن أرصـدة العمـلاء، بالإضافة إلى الأرصدة النقدية في البنوك والتي لا تسـتطيع

المنشأة استخدامها، وترحيل كل ذلك إلى مجموعة الأصـول شبه الثابتة.

وتطبيقاً للشرط الثاني، يتم استبعاد قيمة المخلفات الناتجـة من العمليات الإنتاجية والغير قابلة لإعادة الاستخدام من قيمة المخزون؛ نظرا لعدم ارتباطها بدورة رأس المـال العامـل الطبيعية، وكذلك استبعاد ذلك الجزء مـن رصـيد العمـلاء والغير مرتبط ببيع البضاعة أو الخدمة محل النشاط.

وتطبيقاً للشرط الثالث، يتم استبعاد مخزون قطع الغيـار الزائد عن احتياج السنة المالية موضع التحليل من المخزون.

وتطبيقاً للشرط الرابع، يتم اسـتبعاد الاسـتثمارات فـي السندات الحكومية؛ نظرا لأنها تكونت بموجب القـانون ولا تعكس قرارات استثمارية لإدارة المنشأة.

وتطبيقاً للشرط الخامس والأخير يـتم اسـتبعاد عنصـر الاعتمادات المستندية لشراء بضائع، نظرا لارتباطها ببضائع تم التعاقد عليها ولم ترد بعد.

٣- مجموعة الأصول شبه الثابتة (الأخرى)

Semi Fixed Assets

تضم هذه المجموعة، جميع عناصر الأصول، التـي لـم يتمكن المحلل المالي من ترحيلهـا لأي مـن المجمـوعتين الأساسيتين، نظرا لعدم توافر شـروط الأصـل الثابـت أو المتداول في تلك الأصول.

بالنسبة لجانب الخصوم ورأس المال:

في الواقع إن إعادة تصنيف هذا الجانـب مـن جـانبي الميزانية العمومية، لم يحظ بقـدر ذي وزن جـوهري مـن الاختلافات وتعدد وجهات النظر، حيث إن هناك اتفاق علـى أن ما يحويه هذا الجانب لا يخرج عـن كونـه مملوكـًا أو مقترضا، وأن الأموال المقترضة لا تخرج عن كونها قريبـة الاستحقاق أو بعيدة الاستحقاق، إلا أن هناك خلافـًا حـول تحديد تبعية الأسهم الممتازة في حالة اعتماد المنشأة على هذا المصدر، حيث يرى البعض ضمها إلى مجموعـة حقـوق الملكية، ويرى البعض الآخر ضمها إلى مجموعة الخصـوم طويلة الأجل، ونحن مع هذا الرأي الأخيـر، وفيمـا يلـي

نعرض سريعا لكل مجموعة من المجموعات الثلاث.ة الت.ي يتضمنها جانب الخصوم ورأس المال من الميزانية العمومية:

١- مجموعة حقوق الملكية Net worth:

تعكس هذه المجموعة حقوق الملاك أو المساهمين، والتي يمكن استخراجها حسابيا باستبعاد إجمالي التزامات المنش.أة للغير من جملة أصولها، وبهذا الشكل فإن ه.ذه المجموع.ة تتضمن داخليا ثلاثة عناصر هي:

رأس المال المدفوع + الاحتياطيات + الأرباح المحتجزة.

إن مجموع العناصر الثلاثة هذه يعن.ي إجم.الي حق.وق الملكية، ولكنه ولأغراض التحليل يجب أن نح.رص عل.ى إظهار هذه المجموعة في قيمتها الصافية وليست الإجمالية.

حيث إن:

صافي حقوق الملكية = إجمالي حقوق الملكية ± الف.ائض أو العجز المرحل – النفقات الإيرادية المؤجل.ة ف.ي حال.ة استبعادها:

٢- مجموعة الخصوم طويلة الأجل

Long Term Liabilites

تتضمن هذه المجموعة جميع عناصر التزامات المنشـأة تجاه الغير، والتي تستحق الدفع في المدة الطويلة والتي تزيد عن السنة. والتي تتضمن عدة عناصر هي:

٢/١: القروض المصرفية طويلة الأجل.

٢/٢: السندات.

٢/٣: إصدارات الأسهم الممتازة.

٢/٤: أية مخصصات يتم الاحتفاظ بها لفترة تزيـد عـن السنة.

٣- مجموعة الخصوم قصيرة الأجل (متداولة):

Short-Term-Liabilites

تتضمن هذه المجموعة جميع عناصر التزامات المنشـأة تجاه الغير، والتي تستحق الدفع خلال العام، والتي تنشأ نتيجة العمليات الطبيعية للمنشأة، وقد ينشأ هذا الدين مـن خـلال الاقتراض قصير الأجل من البنوك، أو نتيجة لشـراء مـواد خام ومستلزمات الإنتاج على الحساب من الموردين، أو أيـة مستحقات أخرى.

وبعد أن انتهينا من عرض الأصول العلمية التـ ـي تحكـ ـم المحلل المالي عند إعادة تصنيفه لقائمة المركز المالي للمنشأة موضع التحليل، فنعرض فيما يلي للأصول العلمية التي تحكم المحلل المالي عند إعادة تصـ ـنيفه لقائمـ ـة الـ ـدخل income statement وذلك بهدف إظهار وتحديد رقم الربح الذي سوف يستخدمه عند تنفيذ برنامجه التحليلي، وخاصـ ـة مـ ـا يتعلـ ـق بتحليل الربحية، إن حتمية القيام بهذا الإجراء تأتي من تعـ ـدد أرقام الربح؛ الأمر الذي يبرر ضرورة تحديد ذلـ ـك الـ ـرقم الواجب استخدامه، هذا بالإضافة إلى أهمية اسـ ـتخدام رقـ ـم الربح الذي يعكس كفاءة الأداء الاقتصـ ـادي لإدارة المنشـ ـأة موضع التحليل، مع استبعاد أية أرباح تحققت بفعل عوامـ ـل أخرى.

هذا ويمكننا تصوير قائمة الدخل بالشكل الذي يحقق الهدف المذكور كما يلي:

قيمة المبيعات

(تكلفة المبيعات)

مجمل ربح التشغيل

(مصروفات إدارية)

(مصروفات بيعة)

صافي ربح التشغيل

± أرباح أو خسائر رأسمالية

+ إيرادات أوراق مالية

صافي ربح قبل الفوائد والضرائب

(الفوائد والمصروفات التمويلية)

صافي ربح قبل الضرائب

(الضرائب)

صافي الربح القابل للتوزيع

وفي هذا المجال يهمنا التأكيد على أن عملية إعادة التصنيف تمثل عملية فنية تحتاج إلى الكثير من الجهد الواجب بذله من جهة المحلل المالي من خلال معايشته التامة لطبيعة النشاط وطبيعة الأداء التي تعمل في إطار المنشأة موضع التحليل.

فإذا ما تعرضنا لتقييم الأداء المالي لأحد شركات التـ.أمين والتي تمارس نشاطًا خاصا، يختلف عن الأنشطة الاقتصادية الأخرى من خلال الحقائق التالية [1]:

١- يعتمد النشاط التأميني عند ممارسته على الاعتمـ.اد بدرجة كبيرة على التمويل بالملكية.

٢- ضآلة الاسـ.تثمارات الموجهـ.ة للأصـ.ول الثابتـ.ة التشغيلية.

٣- ضخامة الاستثمارات طويلة الأجل نظـ.را لزيـ.ادة الوزن النسبي لمصادر التمويل طويلة الأجل.

٤- يمثل عنصر حقوق حملـ.ة الوثـ.ائق الممثـ.ل فـ.ي المخصصات الفنية نسبة كبيرة من مصادر التمويل.

ومن خلال الحقائق المذكورة الناتجة من معايشة النشـ.اط التأميني فقد تم إعادة تصنيف قائمة المركز المـ.الي لشـ.ركة التأمين على الوجه الآتي:

---

(1) للتوسع يمكن مراجعة كتاب المؤلف، بعنوان تحليل المركز المالي لشركات التأمين، الطبعة الأولى، ١٩٨٧، مكتبة عين شمس.

الأصول	الخصوم
(مبانٍ – أثاثات – آلات – وسائل نقل)	رأس المال المدفوع
إجمالي الأصول الثابتة – مخصصات	الاحتياطيات
الإهلاك	الأرباح المحتجزة
صافي الأصول الثابتة	إجمالي حقوق الملكية
أراضي عقارات	± أرباح أو خسائر مرحلة
قروض بضمان وثائق	صافي حقوق الملكية
قروض بضمانات أخرى	احتياطي حسابي
ودائع بالبنوك	مخصصات تقلبات معدلات الخسائر
أوراق مالية ذات إيراد متغير	مخصص ديون مشكوك فيها
جملة الاستثمارات طويلة الأجل	مخصص هبوط أسعار أوراق مالية
النقدية (صندوق – بنوك)	مخصص ضرائب
صافي أقساط تحت التحصيل	خصوم طويلة الأجل
استثمارات أوراق مالية	مخصص الأخطار السارية
أرصدة مدينة لشركات التأمين وإعادة	مخصص التعويضات تحت التسوية
التأمين	أرصدة دائنة لشركات التأمين
مدينون وأرصدة مدينة أخرى	وإعادة تأمين
جملة الاستثمارات قصيرة الأجل	دائنون وأرصدة دائنة أخرى
(ر.م عامل)	جملة الخصوم قصيرة الأجل
إجمالي أصول	(متداولة)
	إجمالي خصوم ورأس مال

هذا وقد قمنا بتصميم مؤشـ.ـرات تحليليـ.ـة خاصـ.ـة بهـ.ـذا النشاط.

وفيما يتعلق بالبنوك التجارية والتي تمثل نوعا آخر مـ.ـن المنشآت المالية، فيمكن إعادة تصنيف قائمة المركز المـ.ـالي الخاصة بها في ضوء الحقائق التالية:

١- ينحصر النشاط الرئيسي للبنك التجاري فـ.ـي قبـ.ـول الإيداعات من العملاء، ومـ.ـنح القـ.ـروض لعمـ.ـلاء آخرين.

٢- تمثل الودائع الجزء الأكبر من مصادر تمويل البنك التجاري وخاصة الودائع الجارية، في حـ.ـين تمثـ.ـل حقوق الملكية جزءا ضئيلاً.

٣- يخضع نشاط البنك التجاري لقيود قانونية وعرفيـ.ـة فيما يتعلق بضرورة الاحتفـ.ـاظ بقـ.ـدر معـ.ـين مـ.ـن السيولة.

٤- تسعى الإدارة الواعية للبنك التجاري إلـ.ـى تحقيـ.ـق هدف السيولة والربحية، ولكنها تعطـ.ـي الأولويـ.ـة الأولى لتحقيق هدف السيولة نظرا لطبيعة المصادر

التمويلية السابق ذكرها بالإضافة إلى القيود القانونية والعرفية.

٥- تمثل الأصول الثابتة والخاصة بمتطلبات التشـغيل نسبة منخفضة من إجمالي أصول البنك.

ومن خلال الحقائق المذكورة فقد قمنا بإعـادة تصـنيف قائمة المركز المالي للبنك التجاري على النحو الآتي:

قائمة المركز المالي لبنك تجاري بعد إعادة تصنيفها

الأصول	خصوم ورأس مال
نقدية بخزائن البنك	رأس المال المدفوع
ذهب وعملات أجنبية	الاحتياطيات
أرصدة لدى البنك المركزي	أرباح محتجزة
أرصدة لدى البنوك	إجمالي حقوق ملكية
أوراق مالية حكومية	± أرباح أو خسائر مرحلة
أذون خزانة	صافي حقوق ملكية
شيكات وحوالات وكوبونات	حسابات جارية متقلبة
أوراق مالية تحت التحصيل	أرصدة مستحقة للبنوك
أوراق تجارية مخصومة ٣ شهور	ودائع صندوق التوفير
إجمالي أصول سائلة	شيكات وحوالات مستحقة الدفع
- (القروض بضمان الأصول السائلة)	مبالغ مقترضة بضمان الأصول

الأصول	خصوم ورأس مال
صافي أصول سائلة	إجمالي خصوم سائلة
قروض وسلفيات	ودائع لأجل
أوراق مالية غير حكومية	ودائع جارية راسخة
أوراق تجارية مخصومة لأكثر	ودائع بإخطار سابق
من ٣ شهور	إجمالي خصوم طويلة الأجل
جملة التوظيف	
أصول ثابتة	
- (مخصص إهلاك)	
صافي أصول ثابتة	
أصول أخرى	خصوم أخرى
إجمالي أصول	إجمالي خصوم ورأس المال

ولتأكيد المفاهيم المذكورة، فسوف نبدأ في التطبيق العملي، من خلال الدراسة التحليلية للقوائم المالية لإحدى الشركات الصناعية، وهي شركة مساهمة بدأت النشاط في بداية عام ١٩٨٠، مع التأكيد على أنها حالة افتراضية.

وفيما يلي البيانات والمعلومات والتي يفترض أنها أتيحت لنا من خلال إدارة الشركة، بعد استدعائنا لدراسة وتحليل مركزها المالي المتدهور، والتي يمكن أن نوجزها في قائمة

المركز المالي (الميزانية العمومية) بالإضـافة إلـى قائمـة الدخل.

ولإمكانية تحليل الموقف التاريخي للشركة والذي نطلـق عليه التحليل الأفقي أو الاتجاهي، فقد تـم الحصـول علـى البيانات المذكورة لمدة ثلاث سنوات متتالية من عـام ١٩٨٧ وحتى عام ١٩٨٩ بيانها كالآتي:

جدول رقم (٣)

بيان بقائمة المركز المالي المقارن للشركة (ص) الصناعية في الفترة من ٨٧ – ١٩٨٩

سنـ . . ـوات / بيـ . . . ـان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
أراضٍ	١٥٠٠	١٥٠٠	١٥٠٠
مبانٍ	٧٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠
آلات ومعدات	٧٠٠	١٠٠٠	١٥٠٠
أثاث	٣٠٠	٥٠٠	٥٠٠
وسائل نقل	٦٠٠	٨٠٠	١٠٠٠
مشروعات تحت التنفيذ	١٠٠	٦٠	٥٠٠
نقدية بالصندوق	١٢٠	١٠٠	٨٠
نقدية بالبنوك	٢٠٠	١٠٠	٢٠
أوراق قبض	١٢٠	٥٠٠٠	٤٠٠
حسابات مدينة	٩٠٠٠	١٢٠٠	٢٠٠٠
استثمارات أوراق مالية	٦٠	١٥٠	–

سنـ . . . وات / بيـ . . . . ان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
مخزون	٦٠٠	١٠٥٠	١٥٠٠
مصروفات مقدمة	١٠٠	٤٠	–
رأس مال مدفوع	٢٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠
احتياطيات	٥٠٠	٣٠٠	٢٠٠
أرباح محتجزة	١٦٧	١٨٣	١٨٣
مجمع إهلاك أصول ثابتة	٣٧٠	٨١٧	١٢١٧
قروض طويلة الأجل	٧٠٠	١١٠٥	١٥٠٠
سندات	٢٤٣	٢٠٠	–
مخصص ديون مشكوك فيها	١٢٠	٣٠٠	١٠٠
مخصص ضرائب متنازع عليها	٢٠	–	٢٠
خصوم مستحقة	١٧٠	١٠٥	٢٩٧
دائنون	٩٠٠	١٠٠٠	١٥٠٠
أوراق دفع	٥٠٠	٤٠٠	١٠٠٠
قروض قصيرة الأجل	٣٠٠	١٥٩٠	١٩٨٣

جدول رقم (٤)

بيان بقائمة الدخل المقارن للشركة (ص)

من ١٩٨٧ – ١٩٨٩

سنـ . . .وات / بيـ . . . .ان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
قيمة المبيعات	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
أجور عمال إنتاج	١٠٠٠	١٠٠٠	٨٠٠
أجور عمال خدمات	١٨٠٠	١٨٢٠	١٨٢٠
مواد خام ومستلزمات إنتاج	١٢٩٠	١٤٠٠	٨٠٠
مصروفات صيانة دورية	١٦٠	١٧٠	١٧٠
مصروفات صيانة تشغيلية	١٠٠	٥٠	١٠٠
طاقة محركة	١٢٠٠	١٣٠٠	٨٥٠
إهلاك	٢٤٠	٣٣٠	٤٠٠
مصروفات إدارية	١٥٠٠	١٦٠٠	١٦٠٠
مواد تعبئة وتغليف	٥٠٠	٣٥٠	١٩٠
فوائد تمويل	٢١٠	٥٣٠	٦٦٠
أجور عمال بيع	١٠٠٠	١٢٠٠	١١٠
مصروفات دعاية وإعلان	١٠٠	١٠٠	١٠٠
إجمالي تكاليف تشغيل	٨٨٩٠	٩٣٢٠	٨٤٠٠

وانطلاقاً مما سبق أن ذكرناه من ضرورة التعايش التـ.ام مع نشاط المنشأة موضع التحليل، والإحاطة الكاملة بالظروف الخاصة والبيئية التي تعمل في إطارها، في محاولة تستهدف

بلورة المعلومات المتاحة من خلال القوائم المالية. وتوضيح مدلولاتها لتقييم الماضي، واستطلاع المستقبل، وذلك بتشخيص الظواهر أو المشاكل، ومحاولة التوصل إلى مسبباتها الحقيقية، وإيجاد الحلول العملية المناسبة لمواجهتها، فقد تبين ما يلي:

١- أن رأس مال الشركة يتكون من إصدارات لأسهم عادية بسعر ٥٠٠ جنيه للسهم الواحد كقيمة اسمية.

٢- أن سياسة توزيع الأرباح المطبقة في الشركة تتماشى مع ما نص عليه قانون الشركات المساهمة في هذا الشأن بتوزيع ٨٥% من الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، واحتجاز ١٥% من قيمتها.

٣- لم يطرأ على سعر بيع الوحدة من منتجات المشروع أي تغيير خلال فترة التحليل وهو ٤٠ جنيه للوحدة.

٤- أن ٢٠% من المواد الخام ومستلزمات الإنتاج يتم استيرادها من الخارج بالعملة الأجنبية (دولار) على أساس سعر السوق الحرة. الأمر الذي انعكس في التزايد المستمر في تكلفة هذه العناصر.

٥- أن القروض التي تحصل عليهـا الشـركة لتمويـل استثماراتها، تتركز في بنك واحد بسعر فائدة ١٦%.

٦- تتعرض الشركة لمشاكل الارتفاع المتزايد لأسـعار القوى المحركة من الكهرباء والوقود.

٧- أنه ابتداء من منتصف عام ١٩٨٨ بـدأت الشـركة تواجه مصاعب تسويقية لمنتجاتها، بسبب فتح بـاب الاستيراد من جهـة الدولـة، للمنتجـات المنافسـة لمنتجات الشركة.

٨- أنه بالدراسة التحليلية للمخزون يتبين ما يلي:

١/٨: أن هناك مخزون منتجات تامـة الصـنع راكـدة بمخازن الشركة قدرها، ٥٠ ألف جنيه، ١٠٠ ألـف جنيه، و ١٠٠ ألف جنيـه للسـنوات الـثلاث علـى التوالي.

٢/٨: أن هناك مخزون مخلفات ناتجـة مـن العمليـات الإنتاجية وغير قابل لإعادة الاستخدام في عمليـات التشغيل قيمته ٢٥ ألف جنيه، ٣٠ ألـف جنيـه، ٤٠ ألف جنيه للسنوات الثلاث على التوالي.

٨/٣: أن مخزون قطع الغيار الزائد عند احتيـاج السـنة المالية قيمته ١٥ ألف جنيه، ٢٠ ألف جنيه، ٢٥ ألف جنيه للسنوات الثلاث على التوالي.

٩- أنه بإعادة تقييم أصول الشركة في نهاية عام ١٩٨٩ فقد تأكد أن قيمتها السوقية تمثل ٧٠% من قيمتهـا الدفترية.

ومن خلال استعراض البنود المذكورة، وخاصـة البنـد الأخير منها، يتأكد أننا في مواجهة مشكلة فشل مالي حقيقـي للشركة (ص) موضع البحث والتحليل. وعلـى ذلـك فمـن المنطقي أن نبدأ بالخطوة الأولى من الخطوات الأربع السابق تحديدها والمتعلقة بالتشخيص الدقيق لأبعاد مشـكلة الفشـل المالي وما ينتج عنها من ظواهر مختلفة، وذلك مـن خـلال تطبيق البرنامج التحليلي المقترح، والذي يتكون من خمسـة مراحل فرعية.

ويتعلق الأمر هنا بإعادة تجهيز كل من قائمـة المركـز المالي للشركة (ميزانية عمومية) وكذلك قائمة الدخل لخدمـة أغراض التحليل والذي يتمثل في الآتي:

(أ) إعادة تجهيز قائمة المركز المالي

جدول رقم (٥)

بيان بقائمة المركز المالي المقارن للشركة (ص) بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل

سنـ . . .ـوات بيـ . . . .ـان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
أراض	١٥٠٠	١٥٠٠	١٥٠٠
إجمالي أصول ثابتة	٢٣٠٠	٣٣٠٠	٤٠٠٠
(مخصص إهلاك)	(٣٧٠)	(٨١٧)	(١٢١٧)
صافي أصول ثابتة	١٩٣٠	٢٤٨٣	٢٧٨٣
أصول ثابتة	٣٤٣٠	٣٩٨٣	٤٢٨٣
مخزون	٥١٠	٩٠٠	١٣٣٥
حسابات مدينة (عملاء)	٩٠٠	١٢٠٠	٢٠٠٠
(– مخصص ديون مشكوك فيها)	(١٢٠)	(٣٠٠)	(١٠٠)
صافي عملاء	٧٨٠	٩٠٠	١٩٠٠
أوراق قبض	١٢٠	٥٠٠	٤٠٠
استثمارات أوراق مالية	٦٠	١٥٠	–
نقدية بالصندوق والبنوك	٣٢٠	٢٠٠	١٠٠
أصول متداولة	١٧٩٠	٢٦٥٠	٣٧٣٥
مشروعات تحت التنفيذ	١٠٠	٦٠	٥٠٠
مخزون راكد	٥٠	١٠٠	١٠٠
مخزون مخلفات	٢٥	٣٠	٤٠
مخزون قطع غيار	١٥	٢٠	٢٥
مصروفات مقدمة	١٠٠	٤٠	–
أصول شبه ثابتة	٢٩٠	٢٥٠	٦٦٥
إجمالي أصول	٥٥١٠	٦٨٨٣	٨٦٨٣

سنـ . . .ـوات ١٩٨٧ ١٩٨٨ ١٩٨٩
بيـ . . . .ـان

سنـ . . .ـوات / بيـ . . . .ـان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
رأس مال مدفوع	٢٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠
احتياطيات	٥٠٠	٣٠٠	٢٠٠
أرباح محتجزة	١٦٧	١٨٣	١٨٣
حقوق ملكية	٢٦٦٧	٢٤٨٣	٢٣٨٣
قروض طويلة الأجل	٧٠٠	١١٠٥	١٥٠٠
سندات	٢٤٣	٢٠٠	–
خصوم طويلة الأجل	٩٤٣	١٣٠٥	١٥٠٠
مخصص ضرائب متنازع عليها	٣٠	–	٢٠
خصوم مستحقة	١٧٠	١٠٥	٢٩٧
دائنون	٩٠٠	١٠٠٠	١٥٠٠
أوراق دفع	٥٠٠	٤٠٠	١٠٠٠
قروض قصيرة الأجل	٣٠٠	١٥٩٠	١٩٨٣
خصوم قصيرة لأجل	١٩٠٠	٣٠٩٥	٤٨٠٠
إجمالي خصوم ورأس مال	٥٥١٠	٦٨٨٣	٨٦٨٣

وبتفحص القوائم السابقة يتبين أنها تعكس إجراءين قمنـ.ا بهما في ذات الوقت وهما:

الأول: إعادة ترتيب القوائم المالية للشركة (ص) والـ ـذي يعني إظهار تلك القوائم بالشكل الذي يعكس طبيعة نشاط الشركة الصناعي، والذي يبدأ مـ ـن طبيعـ ـة استثماراتها (الأصول بالمفهوم المحاسبي) حيـ ـث يتم التركيز على الاستثمارات الثابتـ ـة أو طويلـ ـة الأجل كمصـ ـدر أساسـ ـي للإنتـ ـاج والمبيعـ ـات والأرباح، مع انخفاض درجة التركيز النسبي على الاستثمارات العاملة (الأصول المتداولـ ـة)، وفـ ـي نفس الاتجاه تتـ ـأثر بالتبعيـ ـة طبيعـ ـة العمليـ ـات التمويليـ ـة (الخصـ ـوم ورأس المـ ـال بـ ـالمفهوم المحاسبي)، حيث يستلزم الأمر ضـ ـرورة تزايـ ـد الوزن النسبي لمصادر التمويل قصـ ـيرة الأجـ ـل (خصوم متداولة).

وبناء على ما سبق تم البدء بعرض الأصول الثابتـ ـة ثـ ـم الأصول المتداولة (رأس المال العامـ ـل) وأخيـ ـرا الأصـ ـول الأخرى أو شبه الثابتة، هذا بالنسبة لإعادة ترتيـ ـب جانـ ـب الأصول، مع التأكيد على عـ ـرض المحتويـ ـات التفصـ ـيلية

لعناصر رأس المال العامل من حيث البدء بعرض العناصـر الأقل سيولة والانتهاء بأكثرها سيولة.

ومن المنطقي أن تطبق نفس الأسس بالنسبة للمشروعات الخدمية، في حين يختلف الأمر تماما عنـد عـرض قـوائم المركز المالي للشركات ذات النشاط التجاري.

الثاني: إعادة تصنيف قوائم المركز المالي للشركة والتي قمنا بها من خلال ما يلي:

١- تم إظهار الأصول الثابتة الخاضعة للإهلاك (مبانٍ – آلات ومعدات – أثـاث – وسـائل نقـل) بقيمتهـا الصافية بعد استبعاد ما يقابلها من مجمـع إهـلاك، وإضافة قيمة الأراضي إليها، لكي نحصـل علـى مجموعة الأصول الثابتة.

٢- تم استبعاد المشروعات تحت التنفيذ مـن الأصـول الثابتة، وضمها إلى الأصول الأخرى، ونظرا لكونها غير جاهزة للاستخدام الفعلي داخل الشركة حيـث إنها تتكون من تكوين سلعي يتمثل في آلات ومعدات لم تهيأ بعـد للاسـتخدام، بالإضـافة إلـى إنفـاق

استثماري، والذي يعكس دفعات مقدمة لشراء آلات ومعدات لم ترد بعد.

٣- بالنسبة للمخزون كأحد عناصر الأصول المتداولة (رأس المال العامل)، فقد قمنا بما يلي:

١/٣: تم استبعاد الجزء الراكد من مخزون المنتجات تامة الصنع، وذلك لعدم قابليته للتحويل إلى الشكل النقدي في مدة لا تزيد عن السنة، وبدون خسارة في قيمته. وبالتالي ترحيله إلى مجموعة الأصول الأخرى.

٢/٣: تم استبعاد مخزون المخلفات الناتجة من العمليات الإنتاجية والغير قابلة لإعادة الاستخدام من قيمة المخزون المحاسبية، وذلك نظرا لعدم ارتباطها بدورة رأس المال العامل الطبيعية بالشركة، وذلك على الرغم من إمكانية بيعها بسعر يفوق تكلفتها.

٣/٣: وأخيرا تم استبعاد مخزون قطع الغيار والزائد عن احتياج السنة المالية موضع التحليل وترحيلها إلى مجموعة الأصول الأخرى، وذلك نظرا لعدم ارتباطه بدورة رأس المال العامل الطبيعية بالشركة.

٤- تم التأكد من أن الرصيد المحاسبي للحسابات المدينة يعكس بكامل قيمته تعاملات الشـركة الآجلـة فـي المنتجات تامة الصنع، وبالتالي تم الإبقـاء عليهـا ضمن عناصر رأس المال العامل، مع إظهار ذلـك الرصيد بقيمته الصافية بعد استبعاد مخصص الديون المشكوك في تحصيلها.

٥- تم التأكد من أن الرصيد المحاسـبي لاسـتثمارات الأوراق المالية، يعكس سياسة اسـتثمارية قصـيرة الأجل؛ لأنها استثمارات فـي أوراق ماليـة جيـدة؛ ولذلك تم الإبقاء عليها ضمن عناصر رأس المـال العامل.

* بالنسبة لجانب الخصوم ورأس المال:

تأكيدا لما سبق ذكره، من حيث سهولة إعادة تصنيف هذا الجانب من جانبي الميزانية العمومية، حيث يعكس التزامات المنشأة تجاه ملاكها ودائنيها (طويلة وقصيرة الأجل) وذلـك بتجميعها في ثلاث مجموعات.

والواقع أن الصعوبة هنا تنحصر فـي تصـنيف بعـض عناصر الالتزامات الخارجية، ومدى منطقية ضـمها إلـى

مجموعة الخصوم طويلة الأجل، أو قصيرة الأجل وخاصـ.ـة إذا لم يتحدد وبشكل قاطع ميعاد استحقاقها.

وعلى سبيل المثال والحصـ.ـر مـ.ـا يتعلـ.ـق بمخصـ.ـص الضرائب المتنازع عليها، والذي يعكس خلافـ.ـاً بـ.ـين إدارة الشركة وبين مصلحة الضـ.ـرائب بشـ.ـأن قيمـ.ـة الضـ.ـرائب المستحقة على الأرباح الخاضعة للضـ.ـرائب، الأمـ.ـر الـ.ـذي يؤدي بالشركة إلى تكوين مخصص لمواجهة احتمال حسـ.ـم الخلاف في اتجاه مصلحة الضرائب.

ومن استقرائنا للتطور التاريخي لهذا المخصـ.ـص خـ.ـلال فترة البحث والتحليل، يتبين أنه ظهر في عام ١٩٨٥ واختفت قيمته في العام التالي مباشرة، وكذلك ظهور قيمته في عـ.ـام ١٩٨٨ واختفائها في العام التالي أيضا، مما يؤكـ.ـد أن فتـ.ـرة النزاع لا تتعدى السنة المالية الواحدة، وعلى ذلك تم تصنيفه كأحد عناصر الخصوم قصيرة الأجل.

(ب) إعادة تجهيز قائمة الدخل للشركة (ص) لخدمة أغراض التحليل:

الواقع إن إعادة تجهيزنا لقائمة الدخل لخدمة أغراض التحليل، تعتمد على ضرورة تقسيم عناصر تكاليف التشغيل إلى ثابتة ومتغيرة، حيث تتصف الأولى بالثبات داخل حدود معينة من معدلات الإنتاج حيث ينخفض نصيب الوحدة من المصروفات الثابتة كلما زاد حجم الإنتاج، ومن أمثلتها مرتبات الجهاز الإداري – الإهلاك – التأمين – مصروفات الإعلان – أجور عمال الخدمات – مصروفات الصيانة الدورية – أجور عمال البيع... إلخ. في حين تتصف التكاليف المتغيرة بالثبات بالنسبة للوحدة الواحدة فقط، في حين أن إجمالي قيمتها يتجه نحو التزايد مع تزايد حجم الإنتاج، وبنفس النسبة، ومن أمثلتها تكلفة العمالة المباشرة (عمالة الإنتاج) – المواد الخام ومستلزمات الإنتاج – مصروفات الصيانة التشغيلية – الطاقة المحركة – تكاليف التعبئة والتغليف وعمولات البيع... إلخ.

وليس هناك ما يمنع من مواجهة المحلل لبعض عناصر التكاليف والتي يصعب توظيفها فيما إذا كانت ثابتة أو

متغيرة، ولكننا وفي التحليل النهائي نرى أن هناك ضـ.رورة حتمية لاتباع هـ.ذه العناصـ.ر إلـ.ى أي مـ.ن المجمـ.وعتين الأساسيتين.

ونعرض فيما يلي لقائمة الدخل بعـ.د إعـ.ادة تجهيزهـ.ا للتحليل، طبقًا للمفاهيم والأسس المذكورة.

جدول رقم (٦)

بيان بقائمة الدخل المقارنة للشركة (ص)

بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل

(القيمة بالألف جنيه)

السنـ . . .وات / بيـ . . . .ان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
قيمة المبيعات	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
أجور عمال خدمات	١٨٠٠	١٨٢٠	١٨٢٠
مصروفات صيانة دورية	١٦٠	١٧٠	١٧٠
إهلاك	٢٤٠	٣٣٠	٤٠٠
مصروفات إدارية	١٥٠٠	١٦٠٠	١٦٠٠
أجور دعاية وإعلان	١٥٠٠	١٢٠٠	٩١٠
	١٠٠	١٠٠	١٠٠
تكاليف تشغيل ثابتة	٥٣٠٠	٥٢٢٠	٥٠٠٠
أجور عمال إنتاج	١٢٠٠	١٠٠٠	٨٠٠
مواد خام ومستلزمات إنتاج	١٥٩٠	١٤٠٠	٨٠٠
مصروفات صيانة تشغيلية	١٠٠	٥٠	١٠٠
طاقة محركة	١٢٠٠	١٣٠٠	٨٥٠

بيـ . . . ـان / السنـ . . ـوات	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
مواد تعبئة وتغليف	٥٠٠	٣٥٠	١٩٠
تكاليف تشغيل متغيرة	٤٥٩٠	٤١٠٠	٢٧٤٠
إجمالي تكاليف تشغيل	٨٨٩٠	٩٣٢٠	٧٧٤٠
صافي ربح تشغيل	١١١٠	٦٨٠	٢٦٠
– فوائد تمويل	(٢١٠)	(٥٣٠)	(٦٦٠)
صافي ربح قبل الضرائب	٩٠٠	١٥٠	(٤٠٠)
– ضرائب	(٢٧٠)	(٤٥)	–
صافي ربح قابل للتوزيع	٦٣٠	١٠٥	–
أرباح محتجزة	٩٥	١٦	–
توزيعات أرباح	٥٣٥	٨٩	–

وهنا نذكر القارئ بأننا ما زلنا في مجال الخطوة الأولـى من الخطوات الأربعة المكونة لمنهجية البحث العلمي لمشكلة الفشل المالي للمشروعات، حيث سبق أن أكدنا على أن هـذه الخطوة الأولى – والمتعلقة بالتشخيص الدقيق لأبعاد مشـكلة الفشل المالي في الشركة (ص) موضع التحليـل – تتضـمن خمسة مراحل فرعية متتابعة.

وعلى ذلك نصبح الآن في مجال عرض المرحلة الفرعية الثانية والمتعلقة بتطبيق برنامج تحليل القرارات المالية وذلك على الوجه التالي:

ثالثًا

تطبيق برنامج تحليل القرارات المالية

لقد سبق أن ذكرنا أن عملية اتخاذ القرارات المالية تمثـل الارتكاز المحوري لنظرية الفكر المالي المعاصر، حيـث إن القرارات المالية المذكورة تأخذ اتجاهي التمويل والاستثمار، وعلى هذا الأساس فإن هذا الجزء سوف يتضـمن جـزأين أساسيين؛ **أولهما:** برنامج التحليل المتعلق بقرارات التمويـل **والآخر:** هو برنامج التحليل المتعلق بقرارات الاستثمار وذلك على الوجه الآتي:

برنامج تحليل قرارات التمويل:

الواقع إن السياسة التمويلية الرشيدة والتي تعتمـد علـى الأسلوب العلمي سوف تنعكس في صورة قرارات تمويليـة سليمة بالشكل الذي يحقق الاحتفاظ بنوع من التـوازن بـين مصادر التمويل المختلفة، والتي تساهم في مجموعهـا فـي عملية التمويل الكلية، مع أهمية مراعاة الدقة والحـذر فـي الاعتماد على مصادر التمويـل الخـارجي ذي الالتزامـات

الثابتة المحددة مسبقاً، حيث يرتبط التوازن المذكور بالعديد من العناصر؛ أهمها على الإطلاق يتمثل في القدرة على سداد تلك الديون والوفاء بالالتزامات السنوية المرتبطة بها.

ونحن نرى أن القرارات المالية المرتبطة بالتمويل وعند صياغتها يجب أن تحرص على تحقيق المبادئ التالية:

١- تحقيق التوازن في الهيكل التمويلي من حيث التوازن بين كل من التمويل بالملكية والتمويل بالمديونية، وأن يتوافق مع نمط الهياكل التمويلية في الشركات أو الأنشطة المماثلة.

٢- تحقيق التوازن في الهيكل المالي من حيث التناسب بين مصادر التمويل واستخداماتها من زاوية آجال الاستحقاقات لكل منهما.

وعلى ذلك فإن البرنامج التحليلي المرتبط بقرارات التمويل سوف يتضمن ثلاثة مراحل هي:

- **تحليل مدى توازن الهيكل التمويلي.**
- **تحليل مدى توازن الهيكل المالي.**
- **استخدام مجموعة مختارة من المؤشرات المالية.**

تحليل مدى توازن الهيكل التمويلي

مفهوم هيكل التمويل Financing Structure:

يرتبط اصطلاح الهيكل التمويلي بالجاذ.ب الأيسد.ر م.ن الميزانية العمومية لأي منشأة، حيث يعني وصد.فاً تفصد.يليا لمصادر التمويل من حيث النسبة المئوية لكل عنصد.ر م.ن عناصر المصادر بالنسبة لجملتها، وبمفه.وم أكث.ر تحدي.دا لهيكل التمويل "إنه يعبر عن المكونات التفصيلية معبرا عنها في صورة نسب مئوية لمصادر التمويل التي ت.م الحصد.ول عليها لتمويل – استثمارات المنشأة المختلفة والتي تتمثل ف.ي الجانب الأيمن من الميزانية العمومية للمنشأة، ويستلزم الأمر ضرورة النظر إلى هيكل التمويل على أنه خليط من مصادر مختلفة وليس مجموعا حسابي لقيمتها؛ وذلك لأن الفصل بين العناصر المكونة للمزيج التمويلي يتم بشكل دفتري فقط، في حين أن الفصل الفعلي بين تلك المصادر يبدو مستحيلاً م.ن الناحية العلمية، ومثال ذلك حتمية النظر إلى كوب من الشاي بعد إعداده على أنه خليط من عناصر ثلاثة وبنسب مختلف.ة متمثلة في الماء والسكر والشاي، حيث إن النظر إل.ى ه.ذا الكوب على أنه مجموع العناصر الثلاثة يعذ.ي بالضد.رورة

إمكانية القيام بإعادة فصل العناصر عن بعضها وهو الأمـ.ر الغير قابل للتنفيذ العملي، ومن خلال المنطق المذكور فيمكننا الدفاع عن وجهة نظرنا الخاصة بضرورة النظر إلى الجانب الأيسر من الميزانية على أنه خليط تمويلي من عدة مصـ.ادر مختلفة تقوم بتمويل الاستثمارات المقابلة على هذه الصـ.ورة وليست بصورة منفردة.

وفي هذا المجال نؤكد على أن هناك اختلافات واضـ.حة بين مفهوم الهيكل التمـ.ويلي الـ.ذي تـ.م توضـ.يحه وبـ.ين اصطلاحات تمويلية أخرى تنحصر في هيكـ.ل رأس المـ.ال وهيكل الأصول والهيكل المالي، حيث إن الكثير من الكتـ.اب يستخدمون الاصطلاحات المذكورة كاصـ.طلاحات مرادفـ.ة لاصطلاح هيكل التمويل، الأمر الذي يبرر ضرورة توضيح أوجه الاختلافات فيما بينها، وذلك على الوجه الآتي:

مفهوم هيكل رأس المال Capital Struture:

يرتبط مفهوم هيكل رأس المال بمكونات التمويل طويـ.ل الأجل في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، وهنا ينظر البعض إلى التمويل طويل الأجل على أنه لا يخـ.رج عـ.ن دائرة حقوق المساهمين، في حين ينظر البعض الآخر إلـ.ى

التمويل طويل الأجل على أنه حقوق المساهمين والالتزامات طويلة الأجل، وبذلك تتسع دائرة هيكل رأس المال، في حين أننا نتفق مع اتجاه ثالث [١] باعتبار التمويل الدائم والمكـون لهيكل رأس المال متمثلاً في الخليط المكـون مـن حقـوق المساهمين ومصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل والجزء الدائم من المصادر الخارجية قصيرة الأجل.

وبناء على ذلك فمن الواضح أن هيكـل التمويـل أكثـر شمولاً من هيكل رأس المال.

مفهوم هيكل الأصول Assets Struture:

يرتبط اصطلاح هيكل الأصول بالجانـب الأيمـن مـن الميزانية العمومية، حيث يعبر عـن المكونـات التفصـيلية لأصول المنشأة من حيث توزيع الاستثمارات الإجمالية على كل من الأصول الثابتة ورأس المال العامل والتـي تـرتبط بطبيعة النشاط الاستثماري التي تعمل بـه المنشـأة، حيـث تختلف الأنشطة الاقتصادية فيما بينهـا مـن حيـث هيكـل الأصول الواجب إقراره، فـإذا نظرنـا إلـى المشـروعات

(1) د. سيد الهواري، مرجع سبق ذكره، ص٢٠٥.

الصناعية والتي تتمثل طاقتها الإنتاجية والبيعية في الأصول الثابتة، فمن المنطقي أن هيكل الأصول هنا سـ.ـوف يتكـ.ـون بالدرجة الأولى من الأصول الثابتـ.ـة وكـ.ـذلك المشـ.ـروعات الزراعية والخدمية، في حين أن المشروعات التجارية والتي تتمثل طاقتها البيعية والربحية في أصولها المتداولـ.ـة، فمـ.ـن المنطقي أن يتكون هيكل أصولها وبالدرجة الأولى من رأس المال العامل وبدرجة أقل من الأصول الثابتة.

مفهوم الهيكل المالي Finanial Struture:

الواقع إن اصطلاح الهيكل المـ.ـالي مـ.ـن الاصـ.ـطلاحات التمويلية الغير مستخدمة في الكتب والمراجـ.ـع المتخصصـ.ـة وذلك بالمفهوم الوارد هنا حيث يستخدم هذا الاصطلاح فقـ.ـط للتعبير عن ذات المفهوم المرتبط بالهيكل التمـ.ـويلي، إلا أن المفهوم المستخدم هنا لاصطلاح الهيكل المالي هو التعبيـ.ـر عن مكونات كل من هيكل التمويل وهيكل الأصول ومـ.ـدى التوافق بينهما فيما يتعلق بآجال الاستحقاقات وطول الفتـ.ـرة الزمنية للاستثمار، والذي يعبر عنه في صـ.ـورة اصـ.ـطلاح آخر وهو منهج التغطية Headging approach والذي يعنـ.ـي

ضرورة تمويل كل أصل عن طريق مصدر تمويلي بـ.نفس مستوى الاستحقاق تقريبا.

والآن أصبح واضحا أن اصطلاح الهيكل المالي يتضـ.من في داخله اصطلاحي هيكل التمويل وهيكل الأصول، الأمـ.ر الذي يجعله أكثر شمولاً من كل منهما على حدة.

والسؤال الآن: هل يتم إقرار الهيكل التمويلي بالشكل الذي يتوافق مع هيكل الأصول لكي نصـ.ل إلـ.ى هيكـ.ل مـ.الي متوازن؟ أم العكس؟ والواقع أن إقرار هيكل أصـ.ول معـ.ين يمثل من وجهة نظرنا، متغيرا له صفة الاسـ.تقلال، حيـ.ث يرتبط بطبيعة النشاط الذي تزاوله المنشأة أو النشـ.اط الـ.ذي يرغب المشروع المقترح اقتحامه، وبالتالي يصـ.بح إقـ.رار الهيكل التمويلي متغيرا يتصف بالتبعية.

وبعد الإجابة على السؤال السابق نجـ.د أن الموقـ.ف الآن يتطلب ضرورة طرح تساؤل آخر وهو:

هل يعكس الجانب الأيسر من الميزانية العمومية لمنشأة ما قرارا تمويليا تم اتخاذه من قبل القائمين على إدارتها؟

والواقع أن الإجابة على هذا التسـ.اؤل بالإيجـ.اب نظـ.را لإمكانية الحصول على مصادر التمويل بأكثر مـ.ن طريقـ.ة

للمزج بين المصادر التمويلية المتعددة، الأمر الذي يعني أن اختيار أحد هذه الطرق البديلة يعكس قرارا ماليا، وقد يكـون هذا القرار سليما أو غير ذلك.

والسؤال الآن: عن المبادئ والأصـول العلميـة الواجـب مراعاتها عند التصدي لاتخاذ القرار التمويلي المتعلق بالمزيج التمويلي الواجب اقتناؤه؟ والواقع أن الإجابة على هذا التسـاؤل سوف تفيد في مجال صناعة القرار بالإضـافة إلـى إفادتهـا الملحوظة في مجال التحليل المالي، حيث إن المحلـل المـالي عندما يتصدى لتحليل مدى سلامة هذا القرار لابد وأن يكـون على إدراك تام بما يجب أن يكون عليه الأمر والمتمثل في تلك الأصول والأسس العلمية التي تحكم هذا القرار الهام. وكـذلك عند إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات المقترحة، وهو ما سوف نتناوله على الوجه الآتي:

الاعتبارات الأساسية التي تحكم صناعة قرار هيكـل التمويل:

هناك العديد من العوامل التي تؤخذ فـي الاعتبـار عنـد إقرار الهيكل التمويلي المناسب، ومن أهم هذه الاعتبـارات، تحليل درجة تأثير المزيج التمويلي على كل من ربحية السهم

العادي ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتعرض لها المنشـأة نتيجة اعتمادها على الديون إلى جانب رأس المال المملـوك، وسوف نتعرض بشيء من التفصيل لهذين الاعتبارين علـى أن نبدأ بالاعتبار الخاص بالمخاطرة.

تأثير المزيج التمويلي على درجة المخاطرة:

الواقع أن المخاطر التي يمكن أن تتعرض لهـا المنشـأة تتعدد في نوعياتها، حيـث إن هنـاك مخـاطر الأعمـال، والمخاطر المالية، ومخاطر السوق ومخاطر القوة الشـرائية، ومخاطر معدل الفائدة، حيث يتم قياس المخاطرة بـاختلاف أنواعها باستخدام بعض الأساليب الإحصائية المتمثلـة فـي الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، حيث تزداد درجـة المخاطرة بزيادة الانحراف المعياري ومعامـل الاخـتلاف، وسوف نقصر اهتمامنا في هذا المجال على كل من مخـاطر الأعمال والمخاطر المالية نظرا لشدة تأثيرهما النسبي علـى متخذ القرار التمويلي، وذلك على وجه الآتي:

مخاطر الأعمال Business risk:

في الواقع إن مخاطر الأعمـال تـرتبط بشـكل مباشـر بمستوى المبيعات ومدى حساسيته للزيادة أو الـنقص تبعـا لمتغيرات قد تحدث في عناصر عديدة، وفي هذا المجال يتجه بعض الكتاب [1] إلى التفرقة بين مخاطر الأعمال ومخـاطر التشغيل، حيث يقصد بمخاطر الأعمال عدم التأكد المـرتبط بتلك التوقعات عما سيكون عليه دخل التشغيل المستقبلي، في حين أن مخاطر التشغيل ترتبط بدرجـة اسـتخدام المنشـأة للأصول الثابتة في عملياتها التشغيلية، ولكننا في الواقع نميل إلى ذلك الاتجاه الذي يربط بينهما، حيث إن الاتجاه المذكور يحصر مخاطر الأعمال في دائرة الاهتمام بدراسة وتحليـل أثر التغير في المبيعات على ربحية المنشأة في ظـل هيكـل تكلفة معين، حيث تتجه مخاطر الأعمال نحو الزيادة بزيـادة نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية، والواقـع إن الأداة التي يمكن استخدامها في هذا المجال تتمثل في درجة دائنيـة

---

(1) FF- Brigham Financial Management, Theory and practice, the Dryden press, 1977, p. 675.

التشغيل operating leverage والتي يمكن أن تعرف بدرجـة الرفع التشغيلي حيث ترتبط درجة دائنية التشغيل باسـتحقاق تكاليف تشغيل ثابتة ملموسة في المنشأة، حيث يكـون لهـذه التكاليف الثابتة للتشغيل تأثيرا ملموسا في إبراز صافي أرباح التشغيل كرد فعل مباشر للتغير في المبيعات، وعلـى هـذا الأساس فإن زيادة القيمة النسبية لتكـاليف التشـغيل الثابتـة سوف يعني مباشرة زيادة درجة دائنية التشغيل في المنشـأة، الأمر الذي يعني زيادة درجة حساسية صافي أرباح التشغيل للتغير بالزيادة أو النقص تبعا للتغير في مسـتوى المبيعـات بالزيادة أو النقص أيضا، الأمر الذي يعني في النهاية زيـادة مخاطر الأعمال في هذه المنشأة، ومن الجـدير بالـذكر أن دراسة وتحليل درجة الدائنية في التشغيل تعتمد أساسا علـى تحليل العلاقة بين المبيعات والتكاليف والأرباح، الأمر الذي يعني أنها تعتمد على تحليل التعادل والذي يقـوم علـى[1] أساس تقسيم عناصر التكاليف إلى ثابتـة ومتغيـرة، حيـث

---

(1) د. محمد عفيفي حمودة، **تحليل القرارات والنتائج المالية**، القاهرة مكتبة عين شمس، ١٩٨٤، ص٨٣.

تتصف الأولى بالثبات داخل حـ.دود معينـ.ـة مـ.ـن معـ.دلات الإنتاج، حيث إنه في داخل هذا الحد المعين للإنتاج ينخفض نصيب الوحدة من المصروفات الثابتة كلما زاد حجم الإنتاج، ومن أمثلتها: مرتبات الجهاز الإداري والإهـ.لاك والتـ.أمين ومصروفات الإعلان... إلخ.

في حين أن التكاليف المتغيرة تتصرف بالثبـ.ات بالنسـ.بة للوحدة الواحدة فقط، في حين أن إجمالي قيمتها يتجـ.ـه نحـ.و التزايد مع تزايد حجم الإنتاج وبنفس النسبة، ومـ.ـن أمثلتهـ.ا الخامات والعمالة المباشـ.رة وتكـ.اليف التعبئـ.ـة والتغليـ.ف وعمولات البيع... إلخ.

وليس هناك مـ.ـا يمنـ.ـع مـ.ـن وجـ.ود بعـ.ض عناصـ.ر المصروفات والتي يصعب تصنيفها فيما إذا كانت ثابتـ.ـة أو متغيرة، وتصنف في هذه الحالة على أنها شبه ثابتة أو شـ.به متغيرة، وفي التحليل النهائي فهناك ضـ.رورة حتميـ.ـة إلـ.ى إتباعها إلى أي من المجموعتين الأساسيتين.

وتمشيا مع اتجاه التبسيط والمتبع في هذا الكتاب، فنعرض المثال الافتراضي التالي لتوضيح كل ما سبق ذكره:

منشأتين س، ص. تبلغ مبيعات كل منهما مليـون جنيـه سنويا، وتبلغ تكاليف التشغيل الكلية في كل منهـا ٤٠٠,٠٠ جنيه في حين أن تكاليف التشغيل المتغيرة تمثل ١٠% مـن مبيعات ص. وهنا يتطلب الأمر إعداد الجزء العلـوي مـن قائمة الدخل لكل من المنشأتين على الوجه الآتي:

(القيمة بالجنيه)

منشـأة قائمة الدخل	س	ص
قيمة المبيعات	١٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠,٠٠٠
– تكاليف تشغيل متغيرة	(١٠٠,٠٠٠)	(٣٠٠,٠٠٠)
– تكاليف تشغيل ثابتة	(٣٠٠,٠٠٠)	(١٠٠,٠٠٠)
صافي أرباح التشغيل	٦٠٠,٠٠٠	٦٠٠,٠٠٠

ومن الواضح من خلال استعراض البيانـات السـابقة أن تكاليف التشغيل الثابتة تمثل نسبة كبيرة من جملـة تكـاليف التشغيل بالنسبة للمنشأة س في حـين أن تكـاليف التشـغيل الثابتة غير ذلك بالنسبة للمنشأة ص.

والسؤال الآن: ينحصر في النتائج المترتبة على احتمـال انخفاض قيمة المبيعـات الحاليـة بمعـدل ٢٠% بالنسـبة للمنشأتين.

وللإجابة على هذا التساؤل نستعرض محتويات الج.دول التالي:

منشـ.أة قائمة الدخل	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	نسبة التغير	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	نسبة التغير
مبيعات	١٠٠٠,٠٠٠	٨٠٠,٠٠٠	(٢٠%)	١٠٠٠,٠٠٠	٨٠٠,٠٠٠	(٢٠%)
تكاليف تشغيل ثابتة	(٣٠٠,٠٠٠)	(٣٠٠,٠٠٠)	–	١٠٠,٠٠٠	(١٠٠,٠٠٠)	–
تكاليف تشغيل متغيرة (١٠%، ٣٠%)	(١٠٠,٠٠٠)	(٨٠,٠٠٠)	(٢٠%)	(٣٠٠,٠٠٠)	٢٤٠,٠٠٠	(٢٠%)
صافي أرباح التشغيل	٦٠٠,٠٠٠	٤٢٠,٠٠٠	(٣٠%)	٦٠٠,٠٠٠	٤٦٠,٠٠٠	(٢٣%)

ومن الواضح إذاً أن هناك اختلاف واضح بين المنشـ.أتين س، ص فيما يتعلق برد الفعل الناتج من حدث احتمالي واحد وهو انخفاض مبيعاتها الحالية بمعدل ٢٠%، حيث انخفـ.ض صافي ربح التشغيل في كل من المنشـ.أتين ولكـ.ن بنسـ.ب انخفاض مختلفة، حيث انخفض في المنشأة س بمعدل ٣٠%، في حين أنه انخفض في المنشأة ص بمعدل أقل وهو ٢٣%، الأمر الذي يعني أن المخاطر المرتبطة بالمبيعات (مخـ.اطر الأعمال) مرتفعة في المنشأة س ومنخفضة في المنشأة ص. وتفسير ذلك يبدو واضحا – نظرا لتثبيت كل المتغيرات فيما عدا تكاليف التشغيل الثابتة – التي تلعب دورا ملموسـ.ا فـ.ي تكاليف التشغيل الإجمالية للمنشأة س، في حين أنها غير ذلك

بالنسبة للمنشأة ص، الأمر الذي يؤكد بالضرورة أنها ستكون أكثر حظاً فيما لو حدث نمو وتزايد بدرجة أكبر في قيمة صافي أرباح التشغيل، وهكذا فإن الاستخدام الفعال لدائنية التشغيل (تكاليف تشغيل ثابتة كبيرة) في أي منشأة سوف ينحصر في إمكانية زيادة المبيعات دون زيادة متناسبة في التكاليف، وفي هذه الحالة فإن أرباح التشغيل والمرتبطة بشكل مباشر بعناصر الإنتاج والبيع ستزيد بنسبة أعلى من زيادة المبيعات.

وعودة إلى المنشأتين س، ص فيمكننا إجراء توقع تاريخي مرتد على الوجه الآتي:

بالنسبة للمنشأة س ذات درجة دائنية التشغيل المرتفعة فنتوقع أنها قامت من البداية بإنفاق مصروفات ضخمة لامتلاك وسائل الإنتاج، وبعد ذلك قامت بشراء المواد الخام واستئجار القوى العاملة، وعلى هذا الأساس فعند مستويات الإنتاج والبيع المنخفضة يحدث انخفاض في تكاليف الشراء والعمالة في حين تظل وسائل الإنتاج من أصول ثابتة كما هي. ومع تزايد مستويات الإنتاج يحدث تزايد في تكاليف الشراء والعمالة دون حدوث زيادة في الأصول الثابتة، وأن

الزيادات الأكثر في مستويات الإنتاج تـ.ؤدي إلـ.ى زيـ.ادات بنسب أكبر في أرباح التشغيل.

أما فيما يتعلق بالمنشأة ص فلنا أن نتوقع عكس مـ.ا تـ.م ذكره بالنسبة للمنشأة س، حيث لجأت إلى اسـ.تخدام أصـ.ول ثابتة مؤجرة، أو اقتناء أصول ثابتة أقل حجما وأكثر كثافـ.ة لعنصر العمالة، وبالتالي أصبحت غالبية تكاليفها التشـ.غيلية موجهة نحو العناصر المتغيرة، وبذلك فإنها ستصـ.بح أكثـ.ر حظًا من المنشأة س في حالات الكساد والتـ.ي تـ.ؤدي إلـ.ى انخفاض مستوى المبيعات، حيث سيقل رد الفعل السلبي على صافي أرباح التشغيل. ويمكن قياس درجة دائنية التشغيل من خلال قائمتي الدخل لأي منشأة باستخدام المعادلة الآتية:

$$\frac{\Delta \text{ ص}}{\Delta \text{ ع}} = \text{د ش}$$

حيث إن:

د ش: درجة دائنية التشغيل.

،Δ ص: نسبة التغير في صافي أرباح التشغيل.

،Δ ع: نسبة التغير في المبيعات.

وعلى ذلك يمكن صياغة المعادلة المذكورة كما يلي:

$$\text{درجة دائنية التشغيل} = \frac{\text{نسبة التغير في صافي أرباح التشغيل}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

ومن الواضح أن إمكانية تطبيق هذه المعادلة يتوقف على توافر بيانات مقارنة عن قائمتي داخل للمنشأة يمثل كل منهما مستوى معين للمبيعات.

فإذا توافرت لدينا البيانات التالية عن مستويين للمبيع.ات، من خلال قائمتين للدخل لمنشأة ما في ظل الفروض التالية:

تكاليف التشغيل الثاتبة ٣٠٠٠٠٠ جنيه، سعر بيع الوحدة ١٠ جنيه، التكلفة المتغيرة للوحدة ٥ جنيه، مستوى المبيعات الأول ٧٠,٠٠٠ وحدة، والثاني ٨٠,٠٠٠ وحدة.

ومن خلال هذه البيانات نصمم قائمة الدخل بالشكل التالي:

(القيمة بالجنيه)

مستوى مبيعات	مستوى ٧٠٠٠٠ وحدة		مستوى ٨٠٠٠٠ وحدة	
بيـ. ـان	جزئي	كلي	جزئي	كلي
قيمة المبيعات	-	٧٠٠٠٠٠	-	٨٠٠٠٠٠
- تكاليف تشغيل متغيرة	(٣٥٠٠٠٠)	-	(٤٠٠٠٠٠)	-
- تكاليف تشغيل ثابتة	(٣٠٠٠٠٠)	(٦٥٠٠٠٠)	(٣٠٠٠٠٠)	(٧٠٠٠٠٠)
صافي ربح التشغيل		٥٠٠٠٠		١٠٠٠٠٠

وعلى ذلك فإن:

Δ ص (نسبة التغير في صافي أرباح التشغيل)

$$\frac{١٠٠٠٠٠ - ٥٠٠٠٠}{٥٠٠٠٠} \times ١٠٠ = ١٠٠\%$$

Δ ع (نسبة التغير في المبيعات)

$$\frac{٨٠٠٠٠٠ - ٧٠٠٠٠٠}{٧٠٠٠٠٠} \times ١٠٠ = ١٤,٣\%$$

$$\therefore \text{د ش} = \frac{\Delta \text{ ص}}{\Delta \text{ ع}} = \frac{١٠٠\%}{١٤,٣\%} = ٧$$

ومعنى هذه النتيجة أن تغير المبيعات بنسبة ١٠% سوف يؤدي إلى تغير مقابل في صافي أرباح التشغيل بمعدل ٧٠% الأمر الذي يعكس درجة دائنية تشغيل مرتفعة، الأمر الـ ذي يعكس مخاطر أعمال مرتفعة أيضا. هذا ويمكـ ن اسـ تخدام معادلة حساب درجة دائنية التشغيل في التنبؤ بما سيحدث من تغيير في صافي ربح التشغيل نتيجة لتغير متوقع ومحدد في المبيعات، فيتم تعديل المعادلة السابقة إلى الشكل الآتي:

Δ ص = د ش × Δ ع بمعنى أن:

نسبة التغير المتوقع في صافي أرباح التشغيل =

درجة دائنية التشغيل × نسبة التغير المتوقع في المبيعات

وهنا يصبح المجهول الوحيد في هذه المعادلة هو درجـة دائنية التشغيل، والتي يستلزم الأمر ضرورة قياسها بالمعادلة الأصلية السابق ذكرها، أو من خلال معادلة أخـرى يمكـن استخدامها لقياس درجة دائنية التشغيل اعتمادا علـى قائمـة دخل واحدة.

حيث يمكن صياغتها على الوجه الآتي:

$$\text{د ش} = \frac{\text{ع} - \text{ت م}}{\text{ع} - (\text{ت م} + \text{ت ث})}$$ ، حيث إن:

د ش: درجة دائنية التشغيل

،ع: قيمة المبيعات

،ت م تكلفة متغيرة.

، تث تكلفة ثابتة.

فإذا رجعنا إلى المثال السابق، وعلى افتـراض أنـه قـد توافرت لدينا قائمة دخل واحدة والممثلة لمسـتوى مبيعـات ٧٠٠٠٠ وحدة، وطلب منا توقع ما يحدث من تغييـر فـي

صافي أرباح التشغيل، نتيجة لتوقع زيادة المبيعـات بمعـدل ١٤,٣%. ففي هذه الحالة نقوم بقياس درجة دائنية التشـغيل بالمعادلة الأخيرة كما يلي:

$$\text{د ش} = \frac{\text{٧٠٠٠٠٠ جنيه} - \text{٣٥٠٠٠٠}}{\text{٧٠٠٠٠٠ جنيه} - (\text{٣٥٠٠٠٠} + \text{٦٠٠٠٠٠})}$$

$$\frac{\text{٣٥٠٠٠٠}}{\text{٥٠٠٠٠}} = \text{٧}$$

وبالتعويض في معادلة التنبؤ على الوجه الآتي:

Δ ص = د. ش × Δ ع

Δ ص = ٧ × ١٤,٣% = ١٠٠%

أي أن زيادة المبيعات بمعدل ١٤,٣% سيؤدي إلى زيادة صافي أرباح التشغيل بمعدل ١٠٠%، وذلك في ظل درجـة دائنية تشغيل ٧ (رقم مطلق بـدون تمييـز). والواضـح أن معادلة التنبؤ هذه توفر على المتصدي لاتخاذ القرار التمويلي الكثير من الجهد المتمثل في إعداد حسابات تقديرية لحسـاب درجة دائنية التشغيل؛ وذلك لاستخدامها بعد ذلك في تحديـد التغير المتوقع.

وإلى هذا الحـ ـد مـ ـن المناقشـ ـة والمطروحـ ـة لمعالجـ ـة الاعتبارات الأساسية والتي تحكم صناعة قرار هيكل التمويل نكون قد توصلنا إلى تحديد المفهوم الدقيق لمخاطر الأعمـ ـال والتي تعكس الأثر الذي يمكـ ـن أن يحدثـ ـه أي تغييـ ـر فـ ـي المبيعات في قيمة أرباح التشغيل من خـ ـلال درجـ ـة دائنيـ ـة التشغيل الموجودة بالمنشأة، الأمر الذي يستتبعه بالضـ ـرورة تثبيت هذا العنصر عند افتراض معين، وليكن وقوع المنشأة التي تفكر في إقرار المزيج التمويلي المناسـ ـب فـ ـي دائـ ـرة مخاطر الأعمال المرتفعة أو المنخفضة، الأمر الـ ـذي يحـ ـتم ضرورة البدء في عرض ومناقشـ ـة الجانـ ـب الآخـ ـر مـ ـن المخاطر والمتمثلة في المخاطر المادية وذلك علـ ـى الوجـ ـه التالي:

المخاطر المالية Financial risk:

إن المخاطر المالية ترتبط بشكل مباشر بقرار التمويل في الوقت الذي وجدنا فيه أن مخاطر الأعمـ ـال تـ ـرتبط بشـ ـكل مباشر بقرار الاستثمار، وحيث إن الفكر المالي يؤكد علـ ـى العلاقة المباشرة بين قـ ـراري التمويـ ـل والاسـ ـتثمار، فمـ ـن المنطقي أن تكون هناك علاقة بين كل من مخاطر الأعمـ ـال

والمخاطر المالية والتي ترتبط بنسبة الاعتماد على الديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسبقاً بالنسبة لقيمة مصادر التمويل الإجمالية.

وفي هذا المجال يجب أن نعرض للمؤشر التالي:

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} \times ١٠٠$$

ومن الواضح أن الرافعة المالية Financial leverage والتي يتم قياسها بهذا الشكل إذا كانت ٦٠% مثلاً، فيعني ذلك أن المزيج التمويلي للمنشأة عبارة عن ٤٠% تمويل بالملكية، ٦٠% تمويل بالمديونية، وبمفهوم آخر أن ٦٠% من أصول المنشأة أو استثماراتها قد تم تمويلها عن طريق الديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسبقاً ومع الأخذ في الاعتبار أن عدم القدرة على الوفاء بتلك الالتزامات الثابتة المرتبطة بتلك الديون سوف يؤدي إلى نتائج سيئة؛ أقلها حدة يتمثل في وقوع المنشأة في دائرة الحرج المالي، وفي أشدها حدة تعرضها للتصفية وإشهار الإفلاس، ومن هذا المنطلق فإن منشأة أخرى تبلغ رافعتها المالية ٤٠% سوف تكون في موقف أفضل بالنسبة لهذا النوع من المخاطر، الأمر الذي

يؤكد الارتباط الواضح بين المخاطر المالية والرافعة الماليـة على الأقل عند هذا الحد من المناقشة. بمعنـى أن الرافعـة المالية الكبيرة أو الأكثر ارتفاعا سوف تعكس درجة أكبر من المخاطر المالية والعكس صحيح، وغالبا ما يهتم المشـترون المحتملون للأوراق المالية الخاصة بالشركة، بالمخاطر التي من المتوقع أن تتعرض لها أوراقهم، حيث يهتمـون بصـفة خاصة بمدى قدرة المنشأة على الوفاء بمـدفوعات الفوائـد وسداد الدين، وهكـذا وبالضـرورة فكلمـا زادت الأمـوال المقترضة في الهيكل التمويلي، كلما زادت مخاطر عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قبل الدائنين.

والواقع إن قرار التمويل هو الذي يحدد المخاطر المالية.

وفي المفهوم الأكثر شمولاً، فإن المخاطر المالية تتضمن مخاطر العسر المالي المختلفة، ومخـاطر تقلـب المكاسـب المتاحة لحملة الأسهم العادية. فقيام المنشأة بزيـادة درجـة الاعتماد على الديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسـبقًا، الأمر الذي يؤدي بالضرورة إلى تزايـد التكـاليف الماليـة الثابتة، وبافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فإن احتمـال عدم قدرة المنشأة على مواجهة هذه الالتزامات سوف يتزايد،

وبزيادة استخدام الأموال التي تزيد من الأعباء الثابتة، تزداد احتمالات العسر المالي واحتمال مواجهة الإفلاس القـانوني، وهذا هو الجانب الأول من جانبي المخاطر الماليـة، حيـث يتعلق جانبها الآخر بالتشتت النسبي للـدخل المتـاح لحملـة الأسهم العادية.

– ولأغراض التوضيح نفترض أن هنـاك منشـأتين س، وص، وأن المنشأة س لا تستخدم الديون في تمويلها أصولها في حين أن الثانية تستخدم قـروض قيمتهـا مليـون جنيـه وبمعدل فائدة ٦%، وأن دخول التشغيل السنوية والمتوقعـة للخمس سنوات القادمـة لكـل مـن المنشـأتين سـتتعرض لمتغيرات عشوائية، حيث إن القيمـة المتوقعـة للتوزيعـات الاحتمالية لكل منها تقدر بـ (١٦٠٠٠٠) جنيه، في حين أن الانحراف المعياري (٨٠٠٠٠) جنيه.

ومن المنطقي أنه بالنسبة للمنشأة س والتـي لا تسـتخدم الدين ستكون القيمة المتوقعة للأرباح المتاحة لحملة أسـهمها العادية ١٦٠٠٠٠ جنيه دون تغيير، أما فيما يتعلق بالمنشـأة ص والتي تتحمل فوائد سـنوية قـدرها (٦٠٠٠٠) جنيـه، فستكون القيمة المتوقعة للأرباح المتاحة لحملة أسهمها العادية

(١٠٠٠٠٠٠) جنيه فقط، وحيث إن الانحـراف المعيـاري واحدا في كل من المنشأتين س، ص، فإن التشـتت النسـبي للأرباح المتاحة والمتوقعة لحملة الأسهم العادية سيكون فـي المنشأة ص أكبر منه في المنشـأة س ويتضـح ذلـك مـن الحسابات التالية [١]:

∵ معامل الاختلاف (مقياس التشتت النسبي)

$$= \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة}}$$

∴ بالنسبة للمنشأة س يكون معامل الاختلاف.

$$= \frac{٨٠٠٠٠}{١٦٠٠٠٠} = ٠,٥٠$$

أما بالنسبة للمنشأة ص يكون معامل الاختلاف.

$$= \frac{٨٠٠٠٠}{١٠٠٠٠٠} = ٠,٨٠$$

---

(1) James C. van Horne, **fundamentals of financial management,** theory and practice, the Dryden prdss, 1977, p. 3s 76.

ويتأكد هنا أن معامل الاختلاف يعتبر مقياسا للمخـاطرة التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والتي تظهر في صورة اختلافات بين الأرباح التي تتحقق لهم وبين القيمة المتوقعـة لهذه الأرباح.

ويلاحظ في المثال السابق أن كل من المنشـأتين س، ص لها نفس درجة مخاطر الأعمال؛ نظرا لأن معامل الاختلاف لأرباح التشغيل المتوقعة واحد لـدى المنشـأتين، حيـث إن معامل الاختلاف

= الانحراف المعياري / القيمة المتوقعة لأرباح التشغيل = ٨٠٠٠٠ / ١٦٠٠٠٠ =٠,٥

وتنحصر نقطة الاختلاف بين المنشأتين فقط في المخاطر المالية والتي تحدث من خلال استخدام الديون فـي تمويـل الاستثمارات، الأمر الذي يميز المنشأة ص، وعلى ذلـك زاد معامل الاختلاف من ٠,٥٠ إلى ٠,٨٠ نتيجة لهذا الاستخدام.

ويتضح مما سبق أن المخاطر المالية تنعكس في أثرهـا على تقلب الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية بالإضافة إلى احتمال مواجهة المنشأة للعسر المالي، وهذان الأثران لهمـا

اتصال مباشر بتشتت دخل التشـ.ـغيل أو بمخـ.ـاطر الأعمـ.ـال بالمنشأة.

والواقع إن عملية الاعتماد علـ.ـى الـ.ـديون فـ.ـي المـ.ـزيج التمويلي تهدف إلى زيادة العائد على السهم العادي كنتيجـ.ـة منطقية لانخفاض تكلفة الاستدانة بالمقارنة بتكلفـ.ـة التمويـ.ـل بالملكية، وأن هذا الاتجاه يطلق عليه كما سـ.ـبق أن ذكرنـ.ـا اصطلاح الرافعة المالية، والذي يقاس بمقياس مـ.ـالي آخـ.ـر وهو درجة الرفع المالي أو درجة دائنيـ.ـة التمويـ.ـل، والتـ.ـي نعرض لها تفصيلاً كالآتي:

درجة الرفع المالي (درجة دائنية التمويل):

Degree of Financail Leverage

لقد سبق أن أوضحنا أن دائنية التشغيل كاصطلاح مـ.ـالي يعكس درجة حساسية صافي أرباح التشـ.ـغيل (أربـ.ـاح قبـ.ـل الفوائد والضرائب) للتغير تبعا للتغيرات التي يمكن أن تحدث في المبيعات، وبذلك يرتبط هذا المفهـ.ـوم وطريقـ.ـة القيـ.ـاس بالجزء العلوي من قائمة الدخل، ولكي نتمكن من العـ.ـرض المبسط لمفهوم درجة الرفع المالي وطريقة قياسها، وكـ.ـذلك

ارتباطها بدرجة دائنية التشغيل فنعرض فيما يلي لمكونـ.ات قائمة الدخل بشكلها الكامل:

بيان قائمة الدخل	القيمة جزئي	كلي	ملاحظات
قيمة المبيعات		××	
- تكاليف التشغيل			
ثابتة	(××)		د.ش
متغيرة	(×)		
		××	
صافي ربح تشغيل (ربح قبل الفوائد والضرائب)		××	
- الفوائد		(×)	د.م
صافي ربح قبل الضرائب		×	
- الضرائب		(×)	
صافي أرباح قابلة للتوزيع		×	

والواقع إننا سوف نعتمد على محتويات القائمة الموضحة في تحقيق هدفين أساسيين وهما:

- تحديد مفهوم وطريقة قياس درجة دائنيـ.ة التمويـ.ل (درجة الرفع المالي).
- تحديد مفهوم وطريقة قياس العلاقـ.ة بـ.ين دائنيـ.ة التشغيل ودائنية التمويل وارتباطها بتكوين المـ.زيج التمويل.

تحديد مفهوم وطريقة قياس درجة دائنية التمويل:

إذا نظرنا إلى الجزء الأخير من قائمة الدخل الموضـحة والذي يبدأ من صافي ربح التشغيل وينتهي بصافي الأربـاح القابلة للتوزيع – والتي تمثل حقوق حملة الأسهم العاديـة – نجد أن هناك علاقة بين صافي ربح التشغيل كمتغير مستقل وبين صافي الأرباح القابلة للتوزيع كمتغير تـابع. إن هـذه العلاقة هي التي تكون بشكل عـام مفهـوم درجـة دائنيـة التمويل، وتمشيا مع اتجاه التبسيط، فإذا استعدنا ما سـبق أن ذكرناه بخصوص دائنية التشغيل نجد أن الفرق بين المتغيـر المستقل (قيمة المبيعات) وبين المتغير التابع (صـافي ربـح التشغيل) يتمثل في مجموعة من التكاليف الثابتة والمتغيـرة، وأن درجة حساسية المتغير التابع للتغير في المتغير المستقل تتوقف على مدى جوهرية التكاليف الثابتة من حيث قيمتهـا النسبية لجملة التكاليف، وبالقياس نجـد أن دائنيـة التمويـل تتحصر في علاقة بين متغيرين أحدهما مستقل (صافي أرباح التشغيل) والآخر تابع (الأرباح القابلة للتوزيع)، وبينهمـا – أيضا – نوعان من التكاليف الغير مرتبطة بعمليات التشغيل، أحدهما يأخذ صفة الثبات وهي الفوائد، والآخر يأخذ صـفة

التغير وهو الضرائب، حيث إن معدل الضريبة نفسها تتجـه نحو الزيادة أو الانخفاض تبعا لقيمـة الأربـاح الخاضـعة للضريبة، وعلى هذا الأساس فإن هناك حساسية للتغير فـي صافي الأرباح القابلة للتوزيع تبعا للتغير في صافي أربـاح التشغيل، وتتوقف درجة الحساسية هذه على مدى جوهريـة التكاليف الثابتة والمتمثلة في فوائد الديون، وهذا هو أبسـط المفاهيم لدرجة دائنية التمويل، الأمر الذي يعني بالضـرورة أن المنشأة إذا لم تستخدم مصادر تمويل ذات تكاليف ثابتـة، فإن التغير في صافي ربح التشغيل سينتج عنه تغيرا في نفس الاتجاه وبنفس النسبة في صافي الأربـاح القابلـة للتوزيـع (وبالتالي في نصيب السهم العادي من الربح).

ولتأكيد ما سبق نورد المثال المبسط التالي عن منشأتين أ، ب تحقق كل منهما صافي أرباح تشغيل (ربح قبـل الفوائـد والضرائب) قيمته ١٠٠,٠٠٠ جنيه، وأن كل منهما يخضـع لمعدل ضريبة على الأرباح التجارية والصناعية قدره ٥٠% (للتبسيط) وأن المنشأة أ تستخدم الديون في هيكلها التمـويلي وترتبط هذه الديون بفوائد تمويل ثابتة قدرها ٢٠٠٠٠ جنيه، في حين أن المنشأة ب لا تستخدم الديون في هيكلها التمويلي.

فإذا حدث وانخفض صافي ربح التشـ.ـغيل بمعـ.ـدل ٢٠% (بسبب انخفاض أصلي فـ.ـي المبيعـ.ـات) فمـ.ـا نتـ.ـائج هـ.ـذا الانخفاض على صافي أرباح كل منهما؟

تتمثل الإجابة على هذا التساؤل في محتويات الجدول التالي:

منشأة / قائمة الدخل	أ			ب		
	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	نسبة التغيير	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	نسبة التغيير
صافي أرباح التشغيل – الفوائد	١٠٠٠٠٠ (٢٠٠٠٠)	٨٠٠٠٠ ٢٠٠٠٠	(٢٠%) –	١٠٠٠٠٠ –	٨٠٠٠٠ –	(٢٠%) –
صافي ربح قبل الضرائب – الضرائب ٥٠%	٨٠٠٠٠ (٤٠٠٠٠)	٦٠٠٠٠ (٣٠٠٠٠)		١٠٠٠٠ (٥٠٠٠٠)	٨٠٠٠٠ (٤٠٠٠٠)	
صافي أرباح قابلة للتوزيع	٤٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	(٢٥%)	٥٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	(٢٠%)

ومن خلال محتويات الجدول التحليلي السابق يتأكـ.ـد مـ.ـا سبق توضيحه من خلال الآتي:

بالنسبة للمنشأة "أ": والتي تستخدم دائنية التمويل أو الرفع المالي، فإن انخفاض صافي أرباح التشغيل بمعدل ٢٠% قـ.ـد نتج عنه انخفاض في صافي الأرباح القابلة للتوزيع بمعـ.ـدل أكبر وهو ٢٥%.

وبالنسبة للمنشأة "ب": والتي لا تستخدم دائنية التمويل أو الرفع المالي، فإن انخفاض صافي أرباح التشغيل الخاص بها

بمعدل ٢٠% أيضا، قد نتج عنه انخفاض في صافي الأرباح القابلة للتوزيع بنفس المعدل وهو ٢٠%.

وبناء على ذلك فيمكن قياس درجة دائنية التمويل من خلال قائمة الدخل لأي منشأة باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{د م} = \frac{\Delta \text{ ح}}{\Delta \text{ ص}}$$ ، حيث إن:

د م: درجة دائنية التمويل.

Δ ح: نسبة التغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع أو نسبة التغير في نصيب السهم العادي من الربح القابل للتوزيع.

Δ ص: نسبة التغير في صافي أرباح التشغيل، وعلى ذلك يمكن صياغة المعادلة المذكورة كما يلي:

$$\text{درجة دائنية التمويل} = \frac{\text{نسبة التغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع}}{\text{نسبة التغير في صافي أرباح التشغيل}}$$

وباستخدام هذه المعادلة في حساب درجة دائنية التمويل بالنسبة للمنشأتين أ، ب على اعتبار أن البيانات التي يتضمنها الجدول السابق تعبر عن قائمتي دخل كل منهما. فنجد الآتي:

$$\text{درجة دائنية التمويل في المنشأة أ} = \frac{\%٢٥}{\%٢٠} = ١,٢٥$$

$$\text{درجة دائنية التمويل في المنشأة ب} = \frac{\%٢٠}{\%٢٠} = ١$$

وتؤكد هذه النتائج المتعلقة بقياس درجة دائنية التمويل أن هذه الدائنية تنعدم إذا كانت مساوية للواحد الصحيح، وتبدأ في التواجد بزيادة درجة الدائنية عن الواحـ.د صـ.حيح (درجـ.ة الحساسية).

هذا ويمكن قياس درجة دائنية التمويل اعتمادا على قائمة دخل واحدة باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{د م} = \frac{\text{ص}}{\text{ص} - \text{ف}}$$ ، حيث إن:

د م: درجة دائنية التمويل من قائمة دخل واحدة.

ص: صافي أرباح التشغيل.

ف: قيمة الفوائد أي أن:

$$\text{درجة دائنية التمويل من قائمة دخل واحدة} = \frac{\text{صافي أرباح التشغيل}}{\text{صافي أرباح التشغيل} - \text{الفوائد}}$$

ومن المؤكد أن استخدام المعادلة الأخيرة في قياس درجة دائنية التمويل لكل من المنشأتين أ، ب سوف يعطـي نفـس النتائج التي تم التوصل إليها من خلال معادلة نسب التغيـر، حيث إن:

$$\text{د م للمنشأة أ} = \frac{١٠٠٠٠٠}{١٠٠٠٠٠ - ٢٠٠٠٠} = ١,٢٥$$

$$\text{د م للمنشأة ب} = \frac{١٠٠٠٠}{١٠٠٠٠٠ - \text{صفر}} = ١$$

هذا ويمكن استخدام معادلة درجة دائنية التمويل في التنبؤ بما سيحدث من تغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع نتيجة لتغير متوقع ومحدد في صافي أرباح التشغيل، وذلك بتعديل المعادلة الأساسية إلى الشكل التالي:

Δ ح = د م × Δ ص بمعنى أن:

نسبة المتغير المتوقع في صافي القابلة للتوزيع =

درجة دائنية التمويل × نسبة التغير المتوقع فـي صـافي أرباح التشغيل.

وهنا يصبح من الضروري قياس درجة دائنيـة التمويـل سواء من قائمة دخل واحدة أو اعتمادا على قائمتين للـدخل،

فمثلاً ماذا يحدث من تغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع إذا حدث تغير بالزيادة في صافي أربـ.ـاح التشـ.ـغيل بمعـ.ـدل ٤٠% بالنسبة للمنشأة أ.

∴ Δ ح = د م × Δ ص

∵ Δ ح = ١,٢٥ × ٤٠% = ٥٠%

أي أن زيادة صافي أرباح التشغيل بمعدل ٤٠% سـ.ـوف يؤدي إلى زيادة في صافي الأرباح القابلة للتوزيـ.ـع بمعـ.ـدل ٥٠%، وذلك في ظل درجة دائنية تمويل ١,٢٥.

هذا وعند هذا الحد الذي وصلنا إليه من بدايـ.ـة مناقشـ.ـنا للمخاطر المالية، نكون قد واجهنا ثلاثة مفاهيم واصطلاحات تمويلية وهي:

١- المخاطر المالية Financial risk

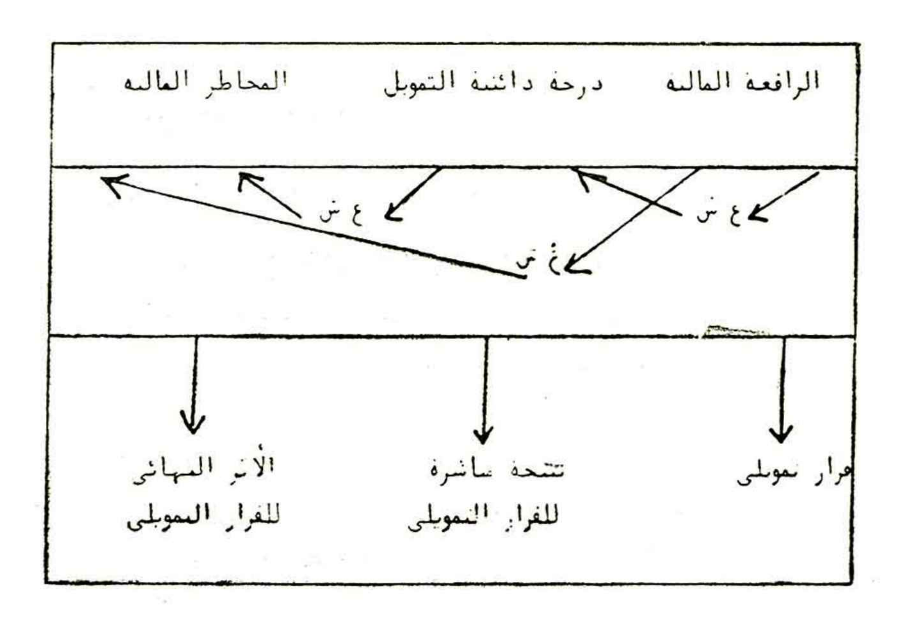
٢- الرافعة المالية Financial leverage

٣- درجة دائنية التمويل (درجة الرفع المالي)

Degree of financial leverge

وفي هذا المجال نرى أنه من الأمور الهامة جدا أن نحدد طبيعة العلاقات المتداخلة بين هذه المفاهيم الثلاثة، حيث نرى أن الرافعة المالية والتي تعكس قرارا تمويليا بتكوين الخلـيط التمويلي للمنشأة بين الملكيـة والمديونيـة ذات الالتزامـات الثابتة المحددة مسبقًا، وأن هذا القرار يتسبب في خلق درجة دائنية تمويل داخل هذه المنشأة تتزايد في قيمتها تبعا لنسـبة الرافعة المالية التي تم إقرارها والتي تعني في مفهومنا تزايد حساسية الأرباح القابلة للتوزيع للتغير تبعا لتغير أقل يحـدث في صافي أرباح التشغيل، الأمر الذي يزيد المخاطر الماليـة لهذه المنشأة، أي أن:

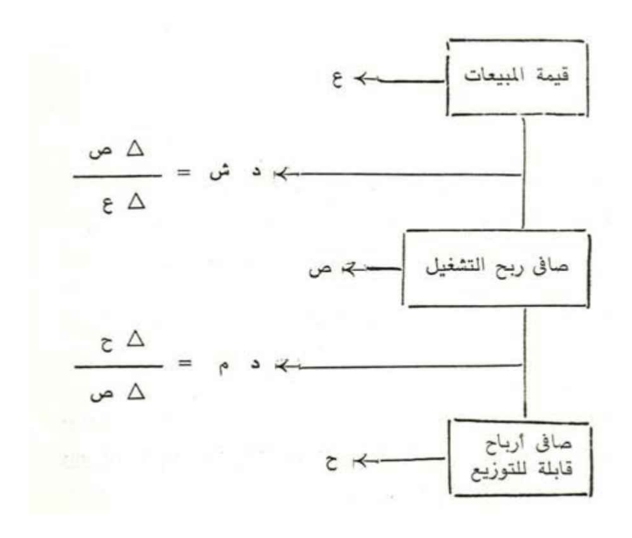
- هناك علاقة مباشرة بين الرافعة الماليـة ودرجـة دائنية التمويل.
- هناك علاقة مباشرة بين درجـة دائنيـة التمويـل والمخاطر المالية
- هناك علاقة غير مباشـرة بـين الرافعـة الماليـة والمخاطر المالية.



ب/٢: تحديد مفهوم وطريقة قياس العلاقـة بـين دائنيـة التشغيل ودائنية التمويل وارتباطها بتكوين المـزيج التمويلي:

لقد ناقشنا حتى الآن مخاطر الأعمال والمرتبطة بدائنيـة التشغيل، وكذلك المخاطر المالية المرتبطة بدائنيـة التمويـل وبشكل منفصل، ومن المؤكد أن يكون هناك مقياسا شـاملاً يجمع بينهما، حيث يفيد هذا المقياس الشـامل فـي صـناعة القرار التمويلي المتعلق بتكون المـزيج التمـويلي الواجـب إقراره، ولكي نتمكن وببساطة من تحديـد مقيـاس الـربط المذكور بين الدائنتين، فيلزم أن نسترجع مرة أخرى ما سبق

أن أوضحناه من خلال العرض الشامل لقائمة الدخل، والتـي حددنا من خلال دائرة تواجد كل منهما، وليكن اسـترجاعنا هذا على الوجه التالي:



من الواضح ومن خلال هذا الشكل التوضيحي أن العلاقة بين:

دائنية التشغيل $\left(\frac{\Delta \text{ص}}{\Delta \text{ع}}\right)$ وبين دائنية التمويل $\left(\frac{\Delta \text{ص}}{\Delta \text{ع}}\right)$

تنشأ من خلال صافي ربح التشغيل (ص) والـذي يمثـل متغيرا تابعا بالنسبة للأولى، ومتغيرا مستقلاً بالنسبة للثانيـة،

وعلى هذا الأساس فإن الجمع بين الدائنتين يتم عن طريق ضرب مكوناتهما لنحصل على درجة الدائنية الكلية على الوجه الآتي:

$$\text{د ك} = \text{د ش} \times \text{د م}$$

$$= \frac{\Delta \text{ ص}}{\Delta \text{ ع}} \times \frac{\Delta \text{ ح}}{\Delta \text{ ص}}$$

$$\therefore \text{ د ك} = \frac{\Delta \text{ ح}}{\Delta \text{ ع}}$$ أي أن:

$$\text{درجة الدائنية الكلية} = \frac{\text{نسبة التغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

ويلاحظ أن درجة الدائنية الكلية بهذه الصورة الموضحة تجعل من التغير في المبيعات متغيرا مستقلاً، وتجعل من التغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع متغيرا تابعا، وعلى ذلك فإن مفهوم درجة الدائنية الكلية تعني درجة حساسية صافي الأرباح القابلة للتوزيع للتغير تبعا للتغير في قيمة المبيعات، ومن المنطقي أن هذه الحساسية تعني المخاطر الكلية Total risk وهنا تكون دلالة التغير ذات مغزى أكبر

بالنسبة لصافي الأرباح القابلة للتوزيع، أو بالنسـ.ـبة لأربـ.ـاح السهم العادي، حيث إن الربط بين نوعي المخاطر، يزيد من التشتت والمخاطر المحتملة للسهم العادي. وعلى ذلـ.ـك فـ.ـإن المهمة الأساسية للمدير المالي عند تصديه لاتخـ.ـاذ القـ.ـرار التمويلي المتعلق بتكوين المـ.ـزيج التمـ.ـويلي هـ.ـي محاولـ.ـة تخفيض درجة المخاطرة الكلية بقدر الإمكان لكي تصل إلـ.ـى المستوى المناسب، والواقع إن المهمة المذكورة تمثل المشكلة الأساسية التي تواجه المدير المالي في هذا المجال.

وفي سبيل مساعدة المدير المالي علـ.ـى مواجهـ.ـة هـ.ـذه المشكلة يلزمنا العودة مرة أخرى إلـ.ـى المعادلـ.ـة الأساسـ.ـية لقياس درجة الدائنية الكلية كما يلي:

د. ك = د. ش × د. م

إن حل المشكلة السابق ذكرها يتوقف على تحديدنا الدقيق لطبيعة العلاقة بين متغيري دائنية التشـ.ـغيل (د. ش) وبـ.ـين دائنية التمويل (د. م)، حيث إن ناتج مضروب كل منهما في الآخر يعطي لنا درجة الدائنية الكلية، وهنا يجـ.ـب أن نؤكـ.ـد على أن (د. ش) تمثل متغيرا مستقلاً فـ.ـي حـ.ـين أن (د. م) تمثل متغيرا تابعا، وذلك فيما يخص طبيعة العلاقة بينهمـ.ـا،

والتي تساهم بشكل مؤثر في صناعة القرار الخاص بتكـوين المزيج التمويلي، وهنا يمكن للمدير المالي أن يقوم بـالربط بين دائنية التشغيل ودائنية التمويل بعدد من الطرق المختلفة، حتى يتمكن من تحديد الدرجة المرغوبة من المخاطر الشاملة للمنشأة، على اعتبار أن دائنية التشغيل تخرج عـن نطـاق تحكم المنشأة، وإنما تتحكم فـي متغيرهـا المسـتقل وهـو المبيعات عوامل عديدة؛ أهمها تطور موقف المنافسين ومدى اتجاه النشاط الاقتصادي العام نحـو الـرواج أو الكسـاد... وهكذا، في حين أن دائنية التمويل والتـي تحـدد المخـاطر المالية، فلقد سبق أن أوضحنا أن المخاطر المالية هذه تبـدأ من قرار تمويلي بالاعتماد على رافعة ماليـة "أي الاعتمـاد على الديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسـبقًا"، الأمـر الذي يؤكد أن الإدارة تملك صفة التحكم في ذلك، وعلى هذا فإن المدير المالي يحدد ما يدخل في نطاق تحكمه في ضـوء ما يخرج عن نطاق تحكمه، بمعنى أنه إذا كانـت مخـاطر الأعمال كبيرة (درجة دائنية تشغيل عالية) فيجب أن يحرص على تخفيض المخاطر المالية (درجة دائنية تمويل منخفضـة من خلال رافعة مالية منخفضة) والعكس بالعكس.

"إن المستوى الملائم [1] للمخاطر الكلية يتحدد في الواقـع عن طريق المقارنة بين المخاطر الكلية وبين العائد المتوقع، وأن هذه المقارنة يجب أن تتماشى مع هدف المنشأة.

وفي صياغة أخرى ولمزيد من التوضيح فيصبح من غير المرغوب فيه التمويل بكميات كبيرة من الـديون إذا كانـت المنشأة ذات درجة دائنية تشغيل عالية، حيـث إن الاعتبـار الحاكم في تكوين المزيج التمويلي وإقـراره ينحصـر فـي استقرار الإيرادات من المبيعات، حيث إن المنشأة المستقرة، يمكنها الاستفادة من إيجابيات الدرجة العالية لدائنية التشـغيل والتمويل معا، كما أن الإنتاج بكمية أكبر من كمية التعـادل مع ضآلة احتمال الانخفاض فـي هـذا الإنتـاج، يعنـي أن المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، صغيرة بدورها.

إن غياب التقلب الحاد في مستوى الإيرادات، إنما يعنـي أن صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية لن يتقلب بشكل حاد ولن يكسب الأسهم العادية صفة المضاربة.

(1) James C. Van Home, op. cit., p. 370.

ولقد تناولنا حتى الآن قياس الرافعة المالية عـن طريـق درجة دائنية التمويل، على الرغم من وجود أساليب أخـرى لقياسها ومنها [١]:

١- نسبة المديونية إلى الملكية:

حيث نحصل على هذه النسبة بقسمة الديون على أمـوال الملكية في هيكل تمويل المنشأة، فكلما تم اسـتخدام الـديون بدرجة كبيرة كلما ارتفعت نسبة المديونية إلى الملكية، وفـي هذا المجال توجد نسبة نمطيـة علـى مسـتوى النشـاط أو الصناعة، الأمر الذي يحتم احتفاظ المنشأة بهذا النمط، هـذا مع التسليم بأن مجرد الاختلاف في حد ذاته لا يؤكد شـيء بذاته، وإنما هو مجرد مؤشر يستدعي المزيد من التحليـل، لتحديد حقيقة الأوضاع، ويهم كل ذلك المدير المالي للمنشأة، أما فيما يتعلق بالمقرضين المحتملين وحملة الأسـهم، فمـن المنطقي أنهم سيلجئون إلى مقارنة هذه النسبة فـي المنشـأة طالبة التمويل، وبين نفس النسبة في النشاط أو الصناعة، فإذا

(1) Clifton H. Kreps, Jr., and Richard F. Wacht, **financial Administration,** The Dryden press, 1975, p. 258.

كانت نتيجة المقارنة مقبولة من وجهة نظرهم، فقد لا تزيـد معدلات العائد المطلوبة من جانبهم إلا بدرجة قليلة، أمـا إذا كانت نسبة المديونية بالمنشأة تخرج عن النمط السـائد فـي الصناعة، فإن هؤلاء المستثمرين المحتملين، سوف يرفعـون من معدلات العائد المطلوبة على الاستثمار بصورة جوهرية، الأمر الذي ينعكس على ارتفاع تكلفة التمويل بالمنشأة.

وتظل المشكلة المرتبطة بهذا المقياس متمثلة فـي عـدم إعطائها أية دلالة عن تأثير الرافعة المالية على أرباح السهم الواحد، كما أنها لا تعبر عن مخاطرة عدم الوفاء بالالتزامات الثابتة والناتجة عن استخدام مزيد من الديون الإضافية.

٢- نسبة تغطية الفوائد:

تقيس هذه النسبة المدى الذي يمكـن أن تـنخفض إليـه الإيرادات، دون أن يتسبب ذلك في الإحراج المالي للمنشـأة كنتيجة لعدم قدرتها على مواجهة مدفوعات الفائدة السـنوية، ويجب حساب هذه النسبة عند عدة بـدائل مختلفـة للمـزيج التمويلي، ومن ثم تحديد عدد مرات تغطية الأربـاح (بعـد الضرائب وقبل الفوائد)، لمدفوعات الفائدة السـنوية، وهـذا سيقوم المستثمرون بالمقارنة بين النسبة الخاصـة بالمنشـأة،

وتلك الخاصة بالصناعة، ومن ثم يتوفر لديهم بعض المعرفة عن درجة المخاطرة الماليـة والمرتبطـة بشـرائهم لأوراق المنشأة المالية.

وهناك عدة انتقادات توجه إلـى اسـتخدام هـذه النسـبة منها[1]:

٢/١ – تجاهل المصـروفات الثابتـة والمرتبطـة بعقـود الاستئجار طويل الأجل، الأمر الـذي يجعـل هـذه النسبة غير معبرة بدقـة عـن المخـاطر الماليـة والتشغيلية لكل من المقرض والمقترض.

٢/٢ – في حالة ما إذا كانت بعض القروض تسـدد علـى أقساط، فإن اقتصار هذه النسبة على عنصر الفوائد، إنما يعني إهمال القيم المسددة من أصل الدين، الأمر الذي يعني عدم الاهتمام بكل المخاطر المالية.

٢/٣ – إن هذه النسبة تتجاهل حقيقة أن الاستهلاك المحتسب في المنشأة يوفر جزءا من الأموال المتولد داخليـا،

---

(1) Soldofsky and olive, **financial Management**, South-Western Publishing co. 1974, p. 386.

يمكن استخدامها في دفع الفوائد والمساعدة في سداد أصل الدين.

٤/٢ – إن هناك صعوبات ترتبط باستخدام هذه النسبة فـي حالة ما إذا كانت أسعار الفائدة تتعرض لتغيرات من وقت لآخر.

والواقع إنه يمكن إدخال بعض التعديلات علـى مقيـاس نسبة التغطية لإمكانية معالجة بعـض الانتقـادات السـابق ذكرها، وذلك عن طريق إضافة الاستهلاك إلى بسط النسـبة باعتبارها مصدرا لجزء من الأموال المتولدة، ومـن جهـة أخرى يمكن إضافة المدفوعات المالية الثابتة إلى مقام النسبة مثل المبالغ المستحق سدادها من أصل الدين.

وإلى هنا نكون قد انتهينا من عرض ومناقشـة الاعتبـار الأساسي والحاكم في تكوين المزيج التمويلي والذي تمثل في مخاطر الأعمال (دائنية التشغيل) وكذلك في المخاطر المالية (دائنية التمويل) والعلاقة بينهما ودورها في صناعة القـرار التمويلي الخاص بتكوين المزيج التمويلي.

ونبدأ الآن في تطبيق البرنامج التحليلي للقرارات المالية المتعلقة بجانب التمويل على القوائم المالية للشركة (ص) وذلك على الوجه التالي:

- تحليل مدى توازن الهيكل التمويلي للشركة (ص).

اعتمادا على ما سبق عرضه يصبح من المنطقي أن تتضمن هذه الجزئية التحليلات الأربعة التالية:

- تحليل درجة التوازن الظاهري للمزيج التمويلي.
- تحليل مخاطر الأعمال.
- تحليل المخاطر المالية.
- تحليل المخاطر الكلية.

وفيما يلي تفصيلاً للتحليلات المذكورة:

- تحليل درجة التوازن الظاهري للمزيج التمويلي للشركة (ص).

الواقع إننا حرصنا على استخدام اصطلاح التوازن الظاهري للمزيج التمويلي تأكيدا على سطحية هذه الجزئية من التحليل، وعدم إمكانية الاعتماد عليها في تحليل القرارات المالية المتعلقة بالتمويل بشكل متفرد، وهو الأمر الذي يعني

ضرورة إجراء التحليل المتكامل لتلك القـرارات باسـتخدام التحليلات الأربعة السابق ذكرها: ونعرض فيما يلي لتحليـل الجزئية الأولى من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٧)

بيان تطور المزيج التمويلي للشركة (ص)

خلال الفترة من ١٩٨٧ – ١٩٨٩

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات بيـان	١٩٨٧ (سنة الأساس)			١٩٨٨			١٩٨٩		
	قيمة	%	رقم قياس	قيمة	%	رقم قياس	قيمة	%	رقم قياس
حقوق ملكية	٢٦٦٧	%٤٨	١٠٠	٢٤٨٣	%٣٦	٩٣	٢٣٨٣	%٢٧	٨٩
خصوم طويلة الأجل	٩٤٣	%١٧	١٠٠	١٣٠٥	%١٩	١٣٨	١٥٠٠	%١٧	١٥٩
خصوم قصيرة الأجل (متداولة)	١٩٠٠	%٣٥	١٠٠	٣٠٩٥	%٤٥	١٦٣	٤٨٠٠	%٥٦	٢٥٣
إجمالـــي	٥٥١٠	%١٠٠	١٠٠	٦٨٨٣	%١٠٠	١٢٥	٨٦٨٣	%١٠٠	١٥٨

توضح محتويات الجدول السابق أنه:

بالنسبة لسنة الأساس ١٩٨٧ (التحليل الرأسي):

أن المزيج التمويلي للشركة يتصف بالتوازن من خـلال الاعتماد على حقائق الملكية بالدرجة الأولى، وكذلك الاعتماد على مصادر التمويل الدائمة (حقوق الملكية + خصوم طويلة

الأجل) بدرجة أكبر من الاعتماد علـى مصـادر التمويـل المؤقتة (خصوم قصيرة الأجل) الأمر الذي يتوافق مع طبيعة النشاط الصناعي للشركة.

بالنسبة لسنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩ (تحليل اتجاهي):

يتبين اتجاه المزيج التمويلي للشركة (هيكل التمويل) إلـى عدم التوازن من حيث انخفاض الوزن النسبي لحقوق الملكية والتزايد الكبير في الوزن النسبي لمصادر التمويل المؤقتـة، حيث تم تمويل التوسعات الاستثمارية للشـركة مـن خـلال مصادر التمويل المؤقتة الأمر الذي سوف يعكس بالضرورة انعكاساته السلبية على النتائج المالية للشركة، بالإضافة إلـى تزايد حجم المخاطرة المالية وبالتالي توقع اتجـاه الشـركة مستقبلاً نحو الفشل المالي الكامل.

* تحليل مخاطر الأعمال Business risk Analysis:

يعتمد تحليلنا لمخاطر الأعمال على العلاقة بـين تغيـر صافي ربح التشغيل، والتغير في المبيعات، وذلك من خـلال محتويات الجدول التحليلي التالي:

جدول رقم (٨)

بيان بتحليل مخاطر الأعمال للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيـ . . ـان	١٩٨٧	١٩٨٨	نسبة التغير % Δ	١٩٨٨	١٩٨٩	نسبة التغير % Δ
قيمة المبيعات (ع)	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	%٩	١٠٠٠٠	٨٠٠٠	%٢٠
صافي ربح التشغيل (ص)	١١١٠	٦٨٠	%٣٩	٦٨٠	٢٦٠	%٦٢
درجة دائنية التشغيل $= \frac{\Delta ص}{\Delta ع}$	–	–	٤,٣٣	–	–	٣,١

وهنا يلاحظ أن درجة دائنية التشغيل تتجه نحو التناقض، فبعد أن كان تغير قدره جنيه واحد في المبيعات يقابله تغيـر مماثل في صافي أرباح التشغيل قدره ٤,٣٣ جنيه وذلك فـي عام ١٩٨٨، أصبح الوضع في عام ١٩٨٩، أن تغير قـدره جنيه واحد في المبيعات لا يقابله سوى تغير في نفس الاتجاه قدره ٣,١ جنيه في صافي أرباح التشغيل، وعلى الرغم مـن هذا الاتجاه التناقضي لدرجة دائنية التشـغيل فـإن الشـركة (ص) ترتبط بدرجة غير منخفضة من مخـاطر الأعمـال، الأمر الذي يحتم ضرورة مراعاة الحذر الشديد فـي مجـال التوسع في التمويل بالديون.

إن الأمر الأكثر أهمية في هذا المجال هو توقع ما يمكن أن يحدث في عام ١٩٩٠ فيما لو استمرت الشركة في مجال الأعمال، وذلك من خلال حساب درجة دائنية التشغيل من قائمة الدخل لعام ١٩٨٩ وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$\text{د ش} = \frac{\text{ع} - \text{ت م}}{\text{ع} - (\text{ت م} + \text{ت ث})}$$

$$\text{د ش ١٩٨٩} = \frac{٨٠٠٠ - ٢٧٤٠}{٨٠٠٠ - (٢٧٤٠ + ٥٠٠٠)} = ٢٠$$

ومن الملاحظ أن درجة دائنية التشغيل المحسوبة تعكس مخاطر أعمال مرتفعة جدا، حيث إن أي انخفاض في قيمة المبيعات المتوقعة لعام ١٩٩٠ قدره جنيه واحد سوف يقابله انخفاض في صافي أرباح التشغيل قدره ٢٠ جنيه.

* تحليل المخاطر المالية Financial risk Analysis

يعتمد تحليلنا للمخاطر المالية على العلاقة بين تغير صافي الأرباح القابلة للتوزيع، والتغير في صافي أرباح التشغيل، وذلك اعتمادا على محتويات الجدول التحليلي التالي:

جدول رقم (٩)

بيان بتحليل المخاطر المالية للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيـ . . ـان	١٩٨٧	١٩٨٨	نسبة التغير % Δ	١٩٨٨	١٩٨٩	نسبة التغير % Δ
صافي ربح التشغيل (ص)	١١١٠	٦٨٠	%٣٩	٦٨٠	٢٦٠	%٦٢
صافي أرباح قابلة للتوزيع (ح)	٦٣٠	١٠٥	%٨٣	١٠٥	(٤٠٠)	%٤٨١
درجة دائنية التمويل $= \frac{\Delta ح}{\Delta ص}$	–	–	٢,١٣	–	–	٧,٧٦

يتبين من محتويات هذا الجدول أن المخاطر المالية والتي تم قياسها بدرجة دائنية التمويـ.ل – اتجهـ.ت نحـ.و التزايـ.د العنيف، الأمر الذي انعكس على تحول الأرباح إلى خسـ.ائر بقيمة أكبر مما يؤكد الخلل في الهيكل التمويلي للشركة.

* تحليل المخاطر الكلية Total risk Analysis:

كما سبق أن ذكرنا أن تحليلنا للمخاطر الكلية يعتمد علـ.ى العلاقة بين تغير صافي الأرباح القابلة للتوزيع والتغير فـ.ي قيمة المبيعات، والتي تعكسها درجة الدائنية الكليـ.ة والتـ.ي يمكن قياسها من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (١٠)

بيان بتحليل المخاطر الكلية للشركة (ص)

بيـ . . .ان	١٩٨٧	١٩٨٨	نسبة التغير % Δ	١٩٨٨	١٩٨٩	نسبة التغير % Δ
قيمة المبيعات (ع)	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	%٩	١٠٠٠٠	٨٠٠٠	%٢٠
صافي الأرباح القابلة للتوزيع (ح)	٦٣٠	١٠٥	%٨٣	١٠٥	(٤٠٠)	%٤٨١
درجة الدائنية الكلية $= \frac{\Delta ح}{\Delta ع}$	–	–	٩,٢٢	–	–	٢٤

يلاحظ أن المخاطر الكلية تتجه نحو التزايد العنيف فبعـ.د أن كان تغير قدره جنيه واحد في المبيعات يقابله تغير مماثل في صافي الأرباح القابلة للتوزيع قدره ٩,٢٢ جنيه وذلك في عام ١٩٨٨، أصبح الوضع في عام ١٩٨٩ أن تغيـ.ر قـ.دره جنيه واحد في المبيعات يقابله تغير مماثل في صافي الأرباح القابلة للتوزيع قدره ٢٤ جنيه، الأمر الذي يؤكـ.د خطـ.ورة الموقف المالي بالنسبة للشركة من خلال الخلل الشـ.ديد فـ.ي هيكلها التمويلي، وما لذلك بالضرورة من انعكاسات سـ.لبية خطيرة على نتائجها المالية، وعلى مدى قدرتها على البقـ.اء في دنيا الأعمال.

ومن الجدير بالذكر في هذا المجال أنه يمكن التوصل إلى نفس النتائج من خلال استخدام المعادلة المختصـرة والتـي تجمع بين كل من مخاطر الأعمال والمخاطرة المالية وهي:

د. ك = د ش × د. م

د. ك لعام ١٩٨٨ = ٤,٣٣ × ٢,١٣ = ٩,٢٢

د. ك لعام ١٩٨٩ = ٣,١ × ٧,٧٦ = ٢٤

وهنا قد يتساءل القارئ عن كيفيـة عـلاج هـذا الخلـل الواضح في الهيكل التمويلي للشركة والمتمثل فـي التزايـد الكبير في درجة المخاطر الكلية؟ والإجابة أننا ما زلنـا فـي مرحلة التشخيص الدقيق لمشكلة الفشل المالي للشركة (ص) وأن العلاج المقترح سوف نعرض له تفصيلاً فـي مرحلـة لاحقة، وعلى الرغم من ذلك نؤكد على ما سبق أن عرضناه تفصيلا: إن العلاج هنا سوف يتجه نحو تخفيض المخـاطر الكلية من خلال تخفيض المخاطر المالية علـى اعتبـار أن مخاطر الأعمال كمتغير مستقل تخرج عن نطاق تحكمنا مع عدم إهمال إمكانية تنفيذ العديد من الاقتراحات التي من شأنها تنمية مبيعات الشركة والحفاظ على استقرارها عند مسـتوى مقبول، وبالتالي إمكانية الاستفادة من الانعكاسات الإيجابيـة لتزايد مخاطر الأعمال المتمثلة فـي تزايـد درجـة دائنيـة التشغيل.

* تحليل مدى توازن الهيكل المالي

لقد سبق أن ذكرنا أن توازن الهيكل المالي يعني توافق الهيكل التمويلي مع هيكل الأصول من خلال تطبيق منهج التغطية في التمويل، والذي يقضي بضرورة تمويل الاستخدامات طويلة الأجل (الدائمة) بمصادر تمويل طويلة الأجل (دائمة)، وضرورة تمويل الاستخدامات قصيرة الأجل (المؤقتة) بمصادر تمويل قصيرة الأجل (مؤقتة) وأن الخلل في تطبيق هذا المنهج سوف يعكس أثره السلبي المباشرة على النتائج المالية. وهنا يجب التأكيد على أن تحليل مدى توازن الهيكل المالي بدراسة مدى تطبيق الشركة لمنهج التغطية في التمويل يجب أن يتم من خلال قائمة المصادر والاستخدامات، على الرغم من أننا هنا سوف نعتمد تجاوزا على قائمة المركز المالي للشركة بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (١١)

بيان بتحليل الهيكل المالي للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيـ . ـان	قيمة	%	قيمة	%	قيمة	%
* مصادر تمويل دائمة	٣٦١٠	٦٦%	٣٧٨٨	٥٥%	٣٨٨٣	٤٥%
* مصادر تمويل مؤقتة	١٩٠٠	٣٤%	٣٠٩٥	٤٥%	٤٨٠٠	٥٥%
إجمالي	٥٥١٠	١٠٠%	٦٨٨٣	١٠٠%	٨٦٨٣	١٠٠%
بيان						
استخدامات دائمة	٣٧٢٠	٦٨%	٤٢٣٣	٦١%	٤٩٤٨	٥٧%
استخدامات مؤقتة	١٧٩٠	٣٢%	٢٦٥٠	٣٩%	٣٧٣٥	٤٣%
إجمالـ . . . ـي	٥٥١٠	١٠٠%	٦٨٨٣	١٠٠%	٨٦٨٣	١٠٠%

يتبين من محتويات الجدول السابق أنه بالنسبة لعام ١٩٨٧ فإن الهيكل المالي يقترب من التوازن الملحوظ، حيـ . ـث تـ . ـم تمويل استخدامات دائمة بمصادر تمويل مؤقتة بمعـ . ـدل ٢% في حين اتجه الهيكل المالي إلى الاخـ . ـتلاط خـ . ـلال سـ . ـنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩، حيث تم تمويل استخدامات دائمة بمصـ . ـادر تمويل مؤقتة بمعدل ٦%، ١٢% على التوالي، الأمر الـ . ـذي سيعكس بالضرورة أثره السلبي على النتائج المالية للشركة،

وبالتالي مواجهتها لمشكلة الفشل المالي. ويمكـن أن يرجـع ذلك الخلل إلى:

توسع الشركة في الاستثمارات الدائمة بدرجة أكبـر مـن حجم السوق، مع وجود طاقات متاحة غير مستغلة.

- استخدام مجموعة مختارة من المؤشرات المالية.

الواقع إنه يمكن تحليل مدى سـلامة القـرارات الماليـة المتعلقة باستخدام عدد من المؤشرات المالية وهي:

١- درجة التوازن بين حقوق الملكية والأصول الثابتة.

$$= \frac{\text{صافي حقوق الملكية}}{\text{صافي الأصول الثابتة}} \times ١٠٠$$

من المبادئ التمويلية المعروفة ما يتعلق بضرورة تمويل الأصول الثابتة بكامل قيمتها أو بدرجة كبيرة عـن طريـق الأموال المملوكة، ومن المنطقي أن هـذه العلاقـة سـتكون متوازنة إذا كانت نتيجة هذا المؤشر ١٠٠%.

ويوضح الجدول التالي العلاقة المذكورة:

جدول رقم (١٢)
بيان بالعلاقة بين حقوق الملكية
والأصول الثابتة للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيـ . ـان	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي حقوق الملكية	٢٦٦٧	١٠٠	٢٤٨٣	٩٣	٢٣٨٣	٨٩
÷						
صافي أصول ثابتة	٣٤٣٠	١٠٠	٣٩٨٣	١١٦	٤٢٨٣	١٢٥
نتيجة المؤشر %	%٧٨	-	%٦٢	-	%٥٧	-

يتأكد من نتائج هذا المؤشر الموضحة بالجـ . ـدول الخلـ . ـل الواضح في العلاقة بين الأصول الثابتـ . ـة وصـ . ـافي حقـ . ـوق الملكية، حيث تساهم حقوق الملكية بدرجة محدودة في تمويل الأصول الثابتة، وأن هذه العلاقة تتجـ . ـه نحـ . ـو مزيـ . ـد مـ . ـن التدهور. والسبب في ذلك كما توضحه الأرقام القياسية هـ . ـو التناقص المستمر في قيمة حقوق الملكية مع التزايد المستمر في الاستثمارات المتعلقة بالأصول الثابتة.

٢- درجة التوازن بين مصادر التمويل الدائمـ . ـة والأصـ . ـول الثابتة.

$$= \frac{\text{صافي حقوق ملكية + خصوم طويلة الأجل}}{\text{صافي الأصول الثابتة}} \times ١٠٠$$

يعكس هذا المؤشر وجهة النظر التحليلية الأقل تحفظاً، حيث يسمح بتمويل جزء محدود من الأصول الثابتة بخصوم طويلة الأجل إلى جانب المصدر الأساسي المتمثل في حقوق الملكية، في حين يعكس المؤشر الأول وجهة النظر التحليلية الأكثر تحفظاً والمتمثلة في ضرورة تمويل الأصول الثابتة بكامل قيمتها من حقوق الملكية.

ومن المنطقي أيضا أن هذه العلاقة ستكون متوازنة فيما إذا كانت نتيجة هذا المؤشر ١٠٠% ويوضح الجدول التالي تحليلاً للعلاقة المذكورة.

جدول رقم (١٣)

بيان بالعلاقة بين مصادر التمويل الدائمة

والأصول الثابتة للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيان	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي حقوق الملكية + خصوم طويلة الأجل	٣٦١٠	١٠٠	٣٧٨٨	١٠٥	٣٨٨٣	١٠٨
÷						
صافي أصول ثابتة	٣٤٣٠	١٠٠	٣٩٨٣	١١٦	٤٢٨٣	١٢٥
نتيجة المؤشر %	١٠٥%	–	٩٥%	–	٩١%	–

ويتأكد من نتائج هذا المؤشـ.ر الموضـ.حة بالجـ.دول أن العلاقة بدأت متوازنة بشكل ملحوظ، ثم اتجهت نحو التدهور المستمر، والسبب في ذلك كما توضحه الأرقام القياسية هـ.و زيادة مصادر التمويل الدائمـ.ة بدرجـ.ة أقـ.ل مـ.ن زيـ.ادة الاستثمارات في الأصول الثابتة. وهنا يجب التأكيد علـ.ى أن الزيادة المذكورة في مصادر التمويل الدائمة تنحصر فقط في الخصوم طويلة الأجل، حيث تبين من تحلـ.يلات سـ.ابقة أن حقوق الملكية تتجه نحو التناقص في قيمتها مع اتجاه قيمـ.ة الخصوم طويلة الأجل نحو التزايد.

٣- درجة التوازن بين الديون وحقوق الملكية.

$$= \frac{\text{إجمال الديون}}{\text{صافي حقوق الملكية}} \times ١٠٠$$

يهدف هذا المؤشر إلى تحديد درجة التوازن الفعلي بـ.ين كل من التمويل بالملكية والتمويل بالمديونية، حيـ.ث يفضـ.ل المساهمون أن تكون نتيجة هذا المؤشر مرتفعة فـ.ي حـ.ين يفضلها الدائنون منخفضة، في حين نجد أن إدارة الشركة في موقف وسط حيث تسعى إلى إرضاء كل مـ.ن المسـ.اهمين والمقرضين.

جدول رقم (١٤)

بيان بالعلاقة بين إجمالي الديون وحقوق

الملكية للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيـ ـان	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
إجمال الديون ÷ **صافي حقوق ملكية**	٢٨٤٣ ٢٦٦٧	١٠٠ ١٠٠	٤٤٠٠ ٢٤٨٣	١٥٥ ٩٣	٦٣٠٠ ٢٣٨٣	٢٢٢ ٨٩
نتيجة المؤشر %	%١٠٧	-	%١٧٧	-	%٢٦٤	-

في واقع الأمر فإن نتائج هذا المؤشر لا تعكـس جديـدا، حيث أتت تأكيدا للنتائج التي سبق التوصل إليها حيث، تأكـد الخلل الواضح في العلاقة بين إجمالي الديون وحقوق الملكية، والتي اتجهت نحو التدهور نتيجة زيادة قيمة الديون بمعدلات مرتفعة، في الوقت الذي تتجه فيـه حقـوق الملكيـة نحـو الانخفاض.

* برنامج تحليل قرارات الاستثمار

يهدف هذا البرنامج التحليلي إلى الوقوف على مدى سلامة القرارات المالية والمتعلقة بالاستثمار، أو بمعنى آخر الوقوف على مدى كفاءة استخدام الأموال التي أتيحت للشركة موضع التطبيق والتي تنعكس محاسبيا كما سبق أن ذكرنا في جانب الأصول من الميزانية العمومية للشركة، ومدى انعكاس كـ.ل ذلك على النتائج المالية للشركة.

والواقع إن القرارات الاستثمارية وبشكل عام تبدأ بتوزيع المبلغ الإجمالي المخصص للاستثمار (مجمـ.وع الأصـ.ول) على مجموعات الاستثمار المختلفة، سواء الثابتـ.ة المتعلقـ.ة بالتشغيل أو الاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل بالشكل الذي يتوافق مع طبيعة النشاط، ثم يلي ذلك إقرار التوزيع الداخلي أو التفصيلي للمبلغ الذي تم إقـ.راره لكـ.ل مجموعـ.ة مـ.ن المجموعات على عناصرها المختلفـ.ة، وأخيـ.را القـ.رارات المتعلقة بإدارة كل عنصر من عناصر الاستخدامات العديـ.دة والمكونة للمجموعات الرئيسية.

وبناء على ذلك فإن برنامج تحليل قـ.ـرارات الاسـ.ـتثمار يتضمن أربع مراحل أساسية هي:

(أ) تحليل مدى سلامة هيكل الأصول.

(ب) تحليل مدى كفاءة استخدام رأس المال المستثمر.

(ج) تحليل مدى كفاءة إدارة المجموعات الرئيسية للأصول.

(د) تحليل مدى كفاءة إدارة عناصر رأس المال العامل.

ونعرض فيما يلي للجانب التطبيقي للبرنامج المذكور.

(أ) تحليل مدى سلامة هيكل الأصول:

يهدف هذا التحليل إلى تقييم القرار المالي المتعلق بتوزيع الاستثمار الإجمالي على مجموعاته المختلفة ومدى تمشيه مع طبيعة النشاط موضع التحليل، ويمكن تطبيق ذلـ.ـك المفهـ.ـوم على الشركة (ص) من خلال محتويات الجدول التالي:

سنوات / بيـ.ـان	١٩٨٧ قيمة	١٩٨٧ %	١٩٨٧ رقم قياس	١٩٨٨ قيمة	١٩٨٨ %	١٩٨٨ رقم قياس	١٩٨٩ قيمة	١٩٨٩ %	١٩٨٩ رقم قياس
صافي أصول ثابتة	٣٤٣٠	%٦٢	١٠٠	٣٩٨٣	%٥٨	١١٦	٤٢٨٣	%٤٩	١٢٥
أصول شبه ثابتة	٢٩٠	%٥	١٠٠	٢٥٠	%٤	٨٦	٦٦٥	%٨	٢٢٩
أصول متداولة (ر. م عامل)	١٧٩٠	%٣٣	١٠٠	٢٦٥٠	%٣٨	١٤٨	٣٧٣٥	%٤٣	٢٠٩
إجمالي أصول	٥٥١٠	%١٠٠	-	٦٨٨٣	%١٠٠	-	٨٦٨٣	%١٠٠	-

توضح محتويات الجدول السابق أن هناك توازن ملحـ.وظ في هيكل أصول الشركة (ص) من حيث تمشيه مع طبيعـ.ة نشاطها الصناعي. وعلى ذلك يمكن التأكيد على أن الخلل في الهيكل المالي للشركة يرجع إلى خلل الهيكل التمويلي وهـ.و الأمر الذي سبق تحليله في أجزاء سابقة.

(ب) تحليل مدى كفاءة استخدام رأس المال المستثمر

إن اصطلاح رأس المال المستثمر في الفكر المالي يعكس الأجل المستقبلي الطويل، سواء فيمـ.ا يتعلـ.ق باسـ.تخدامات الأموال أو مصادر تمويلها، حيث يعني الاستخدامات الدائمة أو طويلة الأجل، وكذلك مصادر التمويل الدائمة أو طويلـ.ة الأجل، حيث تعني الأولى صافي الأصـ.ول الثابتـ.ة وشـ.به الثابتة، بالإضافة إلى الجزء الدائم من رأس المـ.ال العامـ.ل (صافي رأس المال العامل)، في حين تعني الثانيـ.ة صـ.افي حقوق الملكية بالإضافة إلى الخصوم طويلة الأجل، وعلـ.ى ذلك يمكن استخدام هذه المفاهيم في احتساب قيمة رأس المال المستثمر من جانبي الميزانية العمومية.

وفي هذا المجال التحليلي، تقوم بدراسة توزيع رأس المـ.ال المستثمر بين كل من صافي الأصول الثابتـ.ة وشـ.به الثابتـ.ة

وصافي رأس المال العامل – حيث تقضي المبـادئ التمويليـة بضرورة إقرار هذا التوزيع بما يتمشى مع طبيعة نشاط الشركة موضع التحليل، حيث إن هناك ضرورة لتنفيذ ما يلي:

طبيعة النشاط بيـــان	صناعي	زراعي/ خدمي	تجاري
صافي أصول ثابتـة + أصول شبه ثابتة صافي رأس مال عامل	وزن نسبي أكبر ⇓ وزن نسبي أقل	وزن نسبي أكبر ⇓ وزن نسبي أقل	وزن نسبي أقل ⇓ وزن نسبي أكبر
	%١٠٠	%١٠٠	%١٠٠

ويمكن تطبيق المفاهيم المذكورة على الشركة (ص) مـن خلال الجدول التالي:

جدول رقم (١٥)
بيان مقارن بتحليل كفاءة استخدام رأس المال المستثمر في الشركة (ص) الصناعية

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات بيـان	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	%	قيمة	قيمة	%	قيمة
صافي أصول ثابتة وشبه ثابتة + صافي رأس مال عامل (أ م – خ م)	٣٧٢٠ (١١٠)	%١٠٣ – %٣	٤٢٣٣ (٤٤٥)	%١١٢ – %١٢	٤٩٤٨ (١٠٦٥)	%١٢٧ – %٢٧
رأس مال مستثمر	٣٦١٠	%١٠٠	٣٧٨٨	%١٠٠	٣٨٨٣	%١٠٠

يتبين من محتويات الجدول السابق أن الاستثمارات فـي الأصول الثابتة وشبه الثابتة تزيد في قيمتهـا عـن القيمـة الإجمالية لرأس المال المستثمر وذلك من خلال ظهور صافي رأس المال العامل بقيمة سالبة وبصورة اتجاهية متصـاعدة، الأمر الذي يعكس عدم كفاءة الشركة في استخدام رأس المال المستثمر. وفي هذا المجال نؤكد على الارتباط الكامل بـين عناصر المركز المالي للشركة، حيث الخطـأ فـي مجـال الاستثمار بالتوسع المبالغ في حجم الاستثمارات مـع عـدم كفاية مصادر التمويل الملائمة لمواجهة هذا التوسـع الغيـر مدروس، وبالتالي تمويل هذا النقص بمصادر قصيرة الأجل.

(ج) تحليل مدى كفاءة إدارة المجموعات الرئيسية للأصول:

إن المجموعات الرئيسية المكونة لجانب الأصـول مـن الميزانية العمومية والتـي تعكـس القـرارات الاسـتثمارية باختلاف آجالها في ثلاث مجموعات رئيسية هي:

- الأصول الثابتة.
- الأصول المتداولة (رأس المال العامل).
- الأصول المشغلة (إجمالي الأصول – أصـول شـبه ثابتة).

والواقع إن تحليل مدى كفاءة أي شركة فـي إدارة هـذه المجموعات الثلاثة يعتمد على مؤشر مالي ذي بسط ثابـت وهو قيمة المبيعات، ومقام متغير يتحدد مـن خـلال اسـم المؤشر المالي المستخدم، وعلى ذلك فسوف نستخدم ثلاثـة مؤشرات يحويها الجدول التالي:

جدول رقم (١٦)

بيان مقارن بتحليل كفاءة إدارة المجموعات الرئيسية للأصول للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـان	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	%	قيمة	قيمة	%	قيمة
قيمة المبيعات	١١٠٠٠	١٠٠	١٠٠٠٠	٩١	٨٠٠٠	٨٠
صافي أصول ثابتة	٣٤٣٠	١٠٠	٣٩٨٣	١١٦	٤٢٨٣	١٢٥
١- معدل دوران أصول ثابتة	٣,٢ مرة	-	٢,٥ مرة	-	٢ مرة	-
أصول مشتغلة	١٧٩٠	١٠٠	٢٦٥٠	١٤٨	٣٧٣٥	٢٠٩
٢- معدل دوران رأس مال عامل	٦ مرة	-	٤ مرة	-	٢ مرة	-
أصول مشغلة	٥٢٢٠	١٠٠	٦٦٣٣	١٢٧	٨٠١٨	١٥٤
٣- معدل دوران أصول مشغلة	٢ مرة	-	١,٥ مرة	-	١ مرة	-

بالنظر إلى محتويات الجدول السابق يتبـين أن معـدلات الدوران الثلاثة ظهرت بنتائج مقبولة في عـام ١٩٨٧، ثـم

اتجهت نحو الانخفاض في سـنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩، الأمـر الذي يعكس ضعف كفاءة إدارة الشركة لعناصـر أصـولها الثلاثة. ومن الملاحظ أن اتجاه المبيعات نحو الانخفاض مـع اتجاه كل من الأصول الثابتة – رأس المال العامل وإجمـالي الأصول المشغلة نحو التزايد يعكس التفسير الرياضي لاتجاه معدلات الدوران نحو الانخفاض.

(د) تحليل مدى كفاءة إدارة عناصر رأس المال العامل.

يقصد رأس المال العامل الإجمـالي مجمـوع الأصـول المتداولة والتي تتميز بالتحول إلى الصورة النقدية خلال عام على الأكثر، حيث تتضمن هذه الأصول بالإضافة إلى النقدية الاستثمارات المؤقتة وحسابات العملاء والمخزون السلعي.

والواقع أن كفـاءة إدارة رأس المـال العامـل تنحصـر بالدرجة الأولى في ضرورة الاستثمار في الأصول المتداولة بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة العائد من الاستثمار عن تكلفته، مع التأكيد على أهمية هذا النوع من الاستثمار الـذي يمثـل نسبة كبيرة من جملة الاسـتثمارات بالنسـبة للكثيـر مـن المشروعات، بالإضافة إلى أن القـرارات الماليـة المتعلقـة برأس المال العامل وفي أغلب الحالات لا تقبل التأجيل لما قد

يترتب على ذلك من نقص في السيولة وفقدان المنشأة لبعض عملائهـا. وتـزداد أهميـة رأس المـال العامـل بالنسـبة للمشروعات التجارية وكذلك المشروعات الصناعية صغيرة الحجم، حيث تحرص الأخيرة في أغلب الحالات على شراء احتياجاتها في صورة منتجات نصف مصـنوعة بـدلاً مـن شرائها في صورة مواد خام، حيث يتطلب ذلك استثمارا أقل في الأصول الثابتة واستثمارا أكبر في الأصـول المتداولـة وخاصة المخزون السلعي.

أن إجمالي رأس المال العامل والذي يتمثل كما سـبق أن ذكرنا في مجموع الأصول المتداولة يتضمن ثلاثة عناصـر أساسية وهي:

- النقدية والاستثمار في الأوراق المالية.
- الحسابات المدينة (العملاء).
- المخزون السلعي.

وبناء على ذلك فإن التحليل هنا سوف يتضمن المجـالات الثلاثة التالية:

× **تحليل مدى كفاءة إدارة النقدية والاسـتثمارات فـي الأوراق المالية قصيرة الأجل.**

تمثل النقدية والاستثمارات المالية أكثر عناصر الأصـول المتداولة سيولة من حيث كونها أكثر تلك العناصر صلاحية في مواجهة مخاطر السـيولة التـي تواجـه المشـروعات والمتمثلة في مواجهة الالتزامـات العاجلـة والاحتياجـات المفاجئة. حيث إن عنصر النقديـة ينحصـر فـي العملـة المتواجدة في خزينة المنشأة، بالإضافة إلى رصيد حسـابها الجاري في البنوك، حيث يتم الاحتفاظ بالنقدية لتحقيق أربعة أغراض أساسية تنعكس في أربعة دوافع أساسية أيضا هي:

* دافع المعاملات Trvansaction Motive

والذي يعني مواجهة الالتزامات الأساسية مثل دفع المهايا والأجور وشراء المواد الخام ومستلزمات الإنتاج... إلخ.

* دافع الاحتياط Precautionary Motive

والذي يعني مواجهة التدفقات النقديـة الخارجـة غيـر المتوقعة.

* دافع المضاربة Speculative Motive

والذي يعني إمكانية التصدي للفرص المتاحة والتي مـن شأنها تحقيق قدر من الزيادة في الإيرادات أو تحقيق قدر من الوفورات في التكاليف، مثل اسـتغلال فرصـة الانخفـاض

المتوقع في أسعار الفائدة في شراء كميـات إضـافية مـن الأوراق المالية لتحقيق أرباح رأسمالية، واسـتغلال فـرص الخصم المعلن عنه من الموردين للمواد الخام ومسـتلزمات الإنتاج في شراء كميات كبيـرة وتخزينهـا خـلال فتـرة الخصم... إلخ.

* دافع التعويض Compensating Motive

والذي يعني احتفاظ الشركة بحد أدنى مـن النقديـة فـي حسابها الجاري، بهدف العمل على تعـويض البنـك الـذي تتعامل معه عن التكلفة التي يتحملها والمرتبطة بالتسـهيلات المختلفة التي يقدمها للشركة، بالإضافة إلى تعويضه عن كل أو جزء من تكلفة خدمة الحساب.

ونؤكد هنا على أنه ليس من الأمور الحتميـة أن تحـتفظ الشركة بالرصيد النقدي لأغـراض المعـاملات والاحتيـاط والمضاربة في صورة نقدية بالخزينة أو حسـابها الجـاري، حيث يمكن الاحتفاظ بجزء من هذا الرصـيد فـي صـورة استثمارات أوراق مالية يمكن تحويلها إلى نقدية عند الحاجة إلى ذلك. ويتأكد مما سبق أن الدوافع الأربعة المذكورة سوف تستخدم عمليا في تحديد حجم الاستثمارات في النقدية، فـي

حين أن تحديد حجم الاستثمار في الأوراق الماليـة سـوف يخضع لحسابات التكلفة والعائد المرتبط بتلك الاسـتثمارات، وذلك في ضوء محدد أساس وهو حجم الاسـتثمارات فـي النقدية.

ومن المنطقي أن تحليل مدى كفاءة الشـركة فـي إدارة عنصري النقدية والاستثمارات في الأوراق المالية قصـيرة الأجل، سوف يعتمد على التحديـد الـدقيق لمفهـوم الإدارة العلمية لهذين العنصرين، حيث تعددت النماذج المستخدمة في هذا المجال وذلك تحت إطار محدد من أساسين يتمثلان فـي تخفيض النقدية السائلة وشبه السائلة إلى أدنى حد ممكن، مع الحرص على عدم انخفاض الرصيد بالشكل الـذي يعـرض الشركة لمخاطر الفشل في سداد المستحقات أو ضياع فرص لتحقيق مكاسب محتملة. ومن أشهر هذه النماذج نموذج ميلر وأر Miller-Orr والذي يطلق عليه نموذج حـدود الرقابـة Control-Limt order والذي يعتمد على المفاهيم الآتية [1]:

(1) Miller, M. H. and orr, D. A Model of Demand for Money by firms, Quarterly Journal of economics, 80 (Aug. 1966) p. 420.

- ضرورة وضع حد أقصى وحد أدنى لرصيد النقدية.
- عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأقصى الذي تم تحديده يتم شراء كميات إضافية من الأوراق المالية حتى ينخفض رصيد النقدية إلى مستوى معين يطلق عليه نقطة الارتداد Cash Return point.
- عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأدنى الذي تم تحديده، يتم بيع كمية معينة من الأوراق المالية حتى يرتفع رصيد النقدية إلى نقطة الارتداد.

ويتحدد النموذج المذكور بالمعادلات الثلاثة الآتية:

$$ر = \sqrt[3]{\frac{٣ ط \sigma ٢}{٤ ع}} \quad .... (١)$$

$$س = ٣ ر \quad .... (٢)$$

$$\text{متوسط رصيد النقدي المعياري} = \frac{س + ر}{٣} \quad .... (٣)$$

حيث إن:

ر تمثل نقطة الارتداد.

σ ٢ تمثل الانحراف المعياري لصافي التدفقات النقدية اليومية.

،ط التكاليف الثابتة لبيع أو شراء كمية معينة من الأوراق المالية.

،ع تمثل معدل العائد على استثمارات الأوراق المالية في اليوم الواحد.

،س تمثل الحد الأقصى المعياري لرصيد النقدية.

ومن الواضح أن النموذج المذكور يخلو من الحد الأدنـى المعياري لرصيد النقدية، حيث يفترض أنه مساوي للصـفر من خلال افتراض أساسـي يتمثـل فـي أن أوامـر بيـع الاستثمارات في الأوراق المالية يمكن أن تصدر وتنفذ فـي لحظة وصول رصيد النقدية بخزائن الشركة إلـى الصـفر، وهو الأمر الذي لا يمكن التسليم بصحته عمليا. حيث يتحـتم أن يكون الحد الأدنى للرصيد رقما موجبا والذي يمثل رصيد الأمان بالنسبة للشركة، والذي تتحدد قيمته الموجبة المعيارية بالعديد من العوامل؛ أهمها سـيكولوجية الإدارة للمخـاطرة، وكذلك القوة الاقتراضية للشركة، حيث ينخفض رصيد الأمان بزيادة قدرة الشركة على الاقتراض وقت الحاجـة، وميـل الإدارة نحو الجرأة والمخاطرة.

وبناء على ذلك فقد قام آخرون [1] بتطوير النموذج السابق لكي يستوعب رصيد الأمان والذي يرمز له بالرمز (ح).

وعلى ذلك يتمثل النموذج في المعادلات الثلاثة الآتية:

$$ر - \sqrt[٣]{\frac{٣ \text{ ط } \sigma^{٢}}{٤ \text{ ع}}} + ح$$

$$س = ٣ ر - ٢ ح$$

$$\text{متوسط رصيد النقدية المعياري} = \frac{س + ر}{٣} + ح$$

ومن الواضح الآن أن تحليلنا لمدى كفاءة الشركة (ص) في إدارة عنصري النقدية والاستثمارات في الأوراق المالية قصيرة الأجل سوف يتم من خلال تطبيق نموذج بيتي وزملائه، الأمر الذي يتطلب ضرورة الحصول على مزيد من المعلومات عن الشركة واللازمة لتطبيق النموذج المذكور، حيث تمثلت هذه المعلومات الإضافية في الآتي:

---

(1) Petty, J. W. Keown, A. J. scott, Jr. D. F. and Martin J. D, Basic Financial Management, 2nd ed. (Englewood cliffs, N. Y: pentic Hall, 1982) p. 183.

- اتضح أن رصيد الأمان في الشركة يبلغ ٢٠٠٠٠٠ جنيه.
- أن متوسط معدل العائد السنوي على الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل يبلغ ١٢%.
- أن التكاليف الثابتة لشراء أو بيع مجموعة من الأوراق المالية تبلغ ١٠٠٠ جنيه.
- أن الانحراف المعياري لصافي التدفقات النقدية اليومية يبلغ ٢٠٠٠ جنيه.

وبناء على ذلك فإن تقييم إدارة النقدية في الشركة (ص) سوف يتم كما يلي:

$$ر = \sqrt[3]{\frac{٣ ط \sigma^{٢}}{٤ ع}} + ح$$

$$\therefore ر \text{ (نقطة الارتداد)} = \sqrt[3]{\frac{٣ \times ١٠٠٠ \times (٢٠٠٠)^{٢}}{٤ \times ٠,٠٠٠٣٣}} + ٢٠٠٠٠٠$$

= ٢٠٩٦٨٧ جنيه

س = ٣ ر – ٢ ح

(الحد الأقصى لرصيد النقدية) = ٣ × ٢٠٩٦٨٧ – ٢ × ٢٠٠,٠٠٠ جنيه

$$\text{متوسط رصيد النقدية المعياري} = \frac{س + ر}{٣} + ح$$

$$= \frac{٢٢٩٠٦١ + ٢٠٩٦٨٧}{٣} + ٢٠٠,٠٠٠ \text{ جنيه}$$

= ٣٤٦٢٤٩ جنيه.

ونؤكد هنا على أن تقييم الموقف سيتم من خلال المقارنة بين متوسطي الرصيد الفعلي والمعياري للنقدية وذلك علـى اعتبار أن متوسط الرصيد الفعلي

$$= \frac{\text{رصيد أول المدة + رصيد آخر المدة}}{٢} + \text{ح}$$

الأمر الذي حتم علينا الرجوع إلى قائمة المركز المـالي لعام ١٩٨٦ والتي تمثل محتوياتها تلك الأرصدة التي بـدأت بها الشركة أعمالها في عـام ١٩٨٧ حيـث ظهـرت هـذه الأرصدة كما يلي:

- ٢٦٠ ألف جنيه رصيد النقدية في ١٩٨٧/١/١.
- ٤٠ ألف جنيه رصيد الأوراق المالية في ١٩٨٧/١/١.

هذا ويمكن إجراء التقييم المذكور من خـلال محتويـات الجدول الآتي:

جدول رقم (١٧)

بيان بتحليل الموقف النقدي للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنـ . . .وات / بيـ . . .ان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
– رصيد فعلي للنقدية آخر العام	٣٢٠	٢٠٠	١٠٠
– رصيد فعلي للنقدية أول العام	٢٦٠	٣٢٠	٢٠٠
– متوسط رصيد فعلي للنقدية	٢٩٠	٢٦٠	١٥٠
– متوسط رصيد معياري للنقدية	٣٤٦	٣٤٦	٣٤٦
* متوسط فعلي لرصيد الاستثمارات في الأوراق المالية	٥٠	١٠٥	٧٥

وتؤكد محتويات الجدول الموضح الانخفاض الملحوظ في كفاءة الشركة فيما يتعلق بإدارة النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل في الأوراق المالية حيث نجد أن:

بالنسبة لعام ١٩٨٧: متوسط الرصـ.ـيد الفعلـ.ـي للنقديـ.ـة بخزائن الشركة ولدى البنوك يقل عـ.ـن متوسـ.ـط الرصـ.ـيد المعياري بما قيمته ٥٦ ألف جنيه، الأمر الذي لا يبرر على

الإطلاق احتفاظ الشركة برصيد للاستثمارات فـي الأوراق المالية بما قيمته ٦٠ ألف جنيه أو ٥٠ ألف جنيه كمتوسط.

بالنسبة لعامي ٨٨، ١٩٨٩: فـيلاحظ اتجـاه الموقـف النقدي نحو التدهور المتزايد، حيث بلغت الفجوة المذكورة ما قيمته ٨٦ ألف جنيه، ١٩٦ ألف جنيه على التـوالي لسـنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩.

من كل ما سبق يتأكد انخفاض كفاءة الشـركة فـي إدارة النقدية والاستثمارات في الأوراق المالية؛ الأمر الذي يستتبعه بالضرورة العديد من الانعكاسات السلبية على الأداء المـالي للشركة وعلى نتائجها المالية.

* تحليل مدى كفاءة إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة

الواقع إن الاستثمار في الحسابات المدينة يعكس السياسة البيعية الآجلة، والتي تسمح لعملاء الشركة بتأجيل سداد ثمن مشترياتهم إلى أجل مستقبلي محدد.

والسؤال الآن يتعلق بكيفية ارتباط البيع الآجل بمفهوم الاستثمار قصير الأجل؟ والإجابة أن الاستثمار في مفهومه العام يرتبط بعائد متوقع ثمناً للتضحية والحرمان والانتظار، والذي يرتبط بالاستغناء عن قدر من الأموال لفترة زمنية مقبلة، وهنا ينقسم الاستثمار زمنيا إلى استثمار طويل وقصير الأجل، حيث يتناسب زمن الاستثمار طرديا مع قيمة كل من التضحية – الحرمان والانتظار، وبالتالي مع عنصر المخاطرة، وأيضا تتناسب طرديا مع العائد المطلوب أو المتوقع والذي تتزايد قيمته المتوقعة بزيادة العناصر السابق ذكرها.

وحيث إن البيع الآجل هو البديل الطبيعي للبيع النقدي والذي يتيح للمنشأة فرصة الاستفادة الفورية من ثمن مبيعاتها

وذلك لحظة إتمام الصفقة، وما يترتب على ذلك من إمكانية إعادة استثمار هذه النقدية في توليد مبيعات إضافية، الأمر الذي يعني أن البديل الخاص بالبيع الآجل سوف يعني التضحية بالاستفادة المذكورة ونتائجها الإيجابية المتعددة، هذا بالإضافة إلى مواجهة احتمالات الديون المعدومة وارتباط البيع الآجل بمصروفات مرتبطة بإدارة حسابات العملاء وتحصيل ثمن المبيعات، هذا بالإضافة أيضا إلى ضرورة تجهيز مصدر لتمويل هذا الاستثمار. ومن المنطقي أن هذه التضحيات تتم في مقابل العمل على تنشيط المبيعات وزيادة قيمتها، وبالتالي تحقيق أرباح إضافية من خلال المبيعات الآجلة الإضافية والناتجة عن سياسة البيع الآجلة والتي تقرها إدارة الشركة.

كل ما سبق يؤكد أن البيع الآجل يعكس بوضوح مفهوم الاستثمار، وحيث إن فترة التأجيل الممنوحة لا تتجاوز السنة في أكثر الحالات شيوعا يصبح من الواضح أننا في مواجهة نوع من الاستثمار قصير الأجل، حيث يجب أن يساهم هذا الاستثمار في تحقيق هدف الشركة والمتمثل في تعظيم ثروة الملاك، وذلك من خلال الإدارة الفعالة لهذا النوع من

الاستثمار والذي تتمثل في الحرص على أن يكون العائد منه أكبر من تكلفته (Cost Benefit Analysis).

إن سياسة الاستثمار في الحسابات المدينة تتحدد من خلال سياسة الائتمان والتحصيل التي تطبقها الشركة، والتي مـ.ن خلالها يمكن تقييم مدى الكفاءة في إدارة هـ.ذا النـ.وع مـ.ن الاستثمار.

وقبل أن نعرض للجانب التطبيقي لبرنامج التقييم الخاص بهذا المجال يهمنا التأكيد على المفاهيم والافتراضات الآتية:

١- إن قيمة الاستثمار في الحسابات المدينة يتمثل فـ.ي قيمة المبيعات الآجلة السنوية.

٢- إن سياسة البيع الآجل سوف تزيد من قيمة المبيعات مقارنة بسياسة البيع النقدي، وأن التوسع في سياسة الائتمان المطبقة يرتبط أيضا بتوقيع مبيعات إضافية مقارنة بسياسة الائتمان الأقل تسهيلاً.

٣- إن سياسة البيع الآجل ترتبط بعناصر تكاليفية محددة تتمثل في تكلفة الديون المعدومة وتكلفة مصروفات الإدارة والتحصيل والتي تساوي صفر عند تطبيـ.ق سياسة البيع النقدي.

٤- أن مط فترة الائتمان سوف يؤدي بالضرورة إلـ.ـى زيادة متوسط فترة التحصيل، وبالتـ.ـالي انخفـ.ـاض معدل دوران الحسابات المدينة، وبالتالي زيادة تكلفة هذا الاستثمار، بالإضافة إلى زيادة تكلفـ.ـة الـ.ـديون المعدومة، وزيادة الجزء المتغير مـ.ـن مصـ.ـروفات الإدارة والتحصيل، كل ذلك في مقابل توقع حـ.ـدوث زيادة في قيمة المبيعات الآجلة، وبالتالي تحقيق قدر من الأرباح الإضافية.

٥- إن الاستثمار في الحسابات المدينـ.ـة طبقـ.ـاً للمفـ.ـاهيم السابق ذكرها يتطلب بالضرورة مصـ.ـدرا لتمويلـ.ـه، والذي يمكن أن يتجه نحو الشراء الآجل من الموردين (ائتمان تجاري)، ويمكن أن يتجه نحـ.ـو الاقتـ.ـراض المصرفي من البنوك (ائتمان مصرفي) وهو المصدر التمويلي الذي يفترض هنا الاعتماد عليه.

٦- إن تغيير سياسة الائتمان المطبقـ.ـة سـ.ـوف يشـ.ـمل العملاء الجدد والقدامى.

٧- إن زيادة حجم المبيعات الحالية كنتيجة مباشرة لمط فترة الائتمان (منح العملاء مزيد مـ.ـن التسـ.ـهيلات)

سوف تتم في ظل الطاقة المتاحة – وبالتـالي لـن يحدث أي تأثير على التكاليف الثابتة.

٨- إن سياسات الائتمان المطبقة في الشركات يمكن أن تحتوي على خصم نقدي لتعجيل الدفع، ويمكن أيضا أن تخلو منه. فـإذا افترضـنا أن فتـرة الائتمـان الممنوحة ٦٠ يوم مثلاً نجد أنها تعني أن المشـتري غير مطالب بالسداد النقدي والفوري، ومـن حقـه تأجيل السداد لفترة حدها الأقصـى ٦٠ يومـا، وأن السداد يستحق في نهاية اليوم الستين مـن تـاريخ الشراء على الأكثر، هذا ومن الممكن أن تتضـمن هذه السياسة خصما لتعجيل الدفع والذي قد يمنحـه البائع للمشتري لتشجيعه على السداد قبل انتهاء فترة الائتمان بأكملها، حيث تتحدد هذه الفترة كجزء مـن فترة الائتمان، والتي يتمتع المشتري بالخصم إذا قام بالسداد خلالها، وإذا انتهت فترة الخصم سقط حـق المشتري في الاستفادة من الخصم، وكنموذج علـى ذلك يمكن أن يكون شرط البيع ١٠/٥ – ٦٠ يـوم والذي يعني أن فترة الائتمان ٦٠ يـوم وللمشـتري

حق التمتع بخصم تعجيل دفع قـدره ٥% إذا قـام بالسداد خلال ١٠ أيام من تـاريخ الشـراء، حيـث يعتبر هذا الخصم استقطاع من السعر، وبالتالي يمثل أحد عناصر التكاليف المرتبطة بهذه السياسة.

٩- إن الوقت الذي يتم فيه تحصيل قيمة المبيعات الآجلة من العملاء، لا يتمثل في فترة زمنية علـى وجـه التحديد، ولكنه يتمثل في متوسط حسـابي مـرجح لتسديدات العملاء المتعددة، وتسمى متوسـط فتـرة التحصيل، والتي تختلف في طريقة حسابها باختلاف طبيعة سياسة الائتمان والتحصيل المطبقـة، حيـث ينحصر الاختلاف فيما يلي:

١/٩: إذا كانت سياسة الائتمان المطبقة بدون خصم نقدي لتعجيل الدفع فإن متوسط فترة التحصيل ستكون هي نفسها فترة الائتمان وذلك كافتراض نظري.

٢/٩: إذا كانت سياسة الائتمان المطبقة تتضمن خصـما نقديا لتعجيل الدفع فمن الضروري أن متوسط فتـرة التحصيل ستعكس المتوسط المرجح ما بين فترتـي

الخصم النقدي ونهاية فترة الائتمان ويـ.ـتم حسـ.ـابها كالآتي:

متوسط فترة التحصيل = نسبة العملاء المسـ.ـتفيدين مـ.ـن الخصم × فترة الخصم + نسبة العملاء الغير مستفيدين مـ.ـن الخصم × فترة الائتمان بأكملها.

واعتمادا على ما سبق ذكره وخاصة ما يتعلق بالمفـ.ـاهيم والافتراضات التي يعتمد عليها في عملية تقييم كفاءة الشركة في إدارة الحسابات المدينة، فقـ.ـد تطلـ.ـب الأمـ.ـر ضـ.ـرورة الحصول على مزيد من المعلومات عن الشركات، وذلك فيما يتعلق بسياسات الائتمان والتحصيل في الشركة (ص) موضع التحليل والتي يتضمنها الجدول التالي:

سنوات / بيـ . ـان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
قيمة المبيعات (ألف جنيه)	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
سياسة الائتمان	صافي ٦٠ يوم	صافي ٩٠ يوم	٥/ ٢٠ – صافي ٦٠ يوم
قيمة المبيعات الآجلة (ألف جنيه)	٧٦٠٠	٧٨٠٠	٧٨٠٠
ديون معدومة (ألف جنيه)	١٥٢	٢٤٠	٢٥٦

سنوات بيـ ـان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
مصروفات تحصيل (ألف جنيه)	٢٠	٢٥	٣٠
مصروفات إدارية (ألف جنيه)	٥٠	٥٠	٥٠
نسبة العملاء المسـ ـتفيدين مـ ـن الخصم	–	–	٤٠%

وباستخدام هذه البيانات والمعلومات يمكننا تقيـ ـيم مـ ـدى كفاءة الشركة (ص) في إدارة الاسـ ـتثمار فـ ـي الحسـ ـابات المدينة، وذلك اعتمادا على نظرية التكلفة والعائد مع ملاحظة أن الشركة قد أقرت مزيدا من التسهيلات الائتمانية لعملائها بعد انتهاء عام ١٩٨٧ بالإضافة إلى إقـ ـرار خصـ ـم نقـ ـدي لتعجيل الدفع قدره ٥% بعد انتهاء عام ١٩٨٨، الأمر الـ ـذي يبرر اعتبار عام ١٩٨٧ كسنة أساس عند التقييم، وفي هـ ـذا المجال نؤكد على أن تقييمنا لكفاءة إدارة الحسابات المدينـ ـة وكذلك المخزون يتطلب ضرورة إعادة صياغة قائمة الـ ـدخل وإعادة تجهيزها على النحو التالي:

جدول رقم (١٨)

إعادة تجهيز قائمة الدخل بغرض تحصيل كفاءة إدارة عنصري الاستثمار في الحسابات المدينة والمخزون للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٨٩		١٩٨٨		١٩٨٧	
	جزئي	كلي	جزئي	كلي	جزئي	كلي
قيمة المبيعات		٨٠٠٠		١٠٠٠٠		١١٠٠٠
– تكلفة المبيعات		٤٥٤٠		٥٧٤٠		٦٠٥٠
مجمل الربح		٣٤٦٠		٤٢٦٠		٤٩٥٠
– مصروفات تشغيل						
مصروفات بيعية	١٢٠٠		١٦٥٠		٢١٠٠	
مصروفات إدارية	١٦٠٠	(٢٨٠٠)	١٦٠٠	(٣٢٥٠)	١٥٠٠	(٣٦٠٠)
مجمل ربح التشغيل		٦٦٠		١٠١٠		١٣٥٠
– إهلاك		(٤٠٠)		(٣٣٠)		(٢٤٠)
صافي ربح التشغيل		٢٦٠		٦٨٠		١١١٠
– فوائد التمويل		(٦٦٠)		(٥٣٠)		(٢١٠)
صافي ربح قبل الضرائب		(٤٠٠)		١٥٠		٩٠٠
– الضرائب		–		(٤٥)		(٢٧٠)
صافي ربح قابل للتوزيع ١، (صافي خسارة)		(٤٠٠)		١٠٥		٦٣٠

والواقع أن الغرض الأساسي من إعادة تجهيز قائمة الدخل على النحو الموضح يتمثل في حصر وتحديد تكلفة المبيعات والتي لا يمكن التوصل إليها من خلال قائمة الدخل، والتي

سبق لنا إعادة تجهيزها بغرض تحليل الهيكل التمويلي، حيث تم إعادة تجهيزها بهدف الفصل بين كل من تكاليف التشغيل الثابتة والمتغيرة، وعلى ذلك فإن تكلفة المبيعات في الشركات التي تمارس النشاط الصناعي تمثل حاصل جمع عدة عناصر هي:

أجور عمال الخدمات – مصروفات الصيانة الدوريـ.ة – مصروفات الصيانة التشغيلية – أجور عمال الإنتاج – المواد الخام ومستلزمات الإنتاج – والطاقة المحركة.

كما نود أن ننبه القارئ أيضا أن المصروفات البيعية هنا هي حاصل جمع ثلاثة عناصر هي:

– أجور عمال البيع – مصروفات الدعاية والإعـ.لان – ومواد التعبئة والتغليف.

ويمكن من خلال الجدول السابق حساب تكلفة المبيعـ.ات كنسبة مئوية؛ وذلك لاستخدامها في تقييم سياسـ.ة الائتمـ.ان والتحصيل للشركة (ص) من خلال الجدول التالي، حيث إن نسبة تكلفة المبيعات هي:

$$\text{سنة } ١٩٨٧ = \frac{٦٠٥٠}{١١٠٠٠} \times ١٠٠ = ٥٥\%$$

$$\text{سنة ١٩٨٨} = \frac{٥٧٤٠}{١٠٠٠٠} \times ١٠٠ = ٥٧,٤\%$$

$$\text{سنة ١٩٨٩} = \frac{٤٥٤٠}{٨٠٠٠} \times ١٠٠ = ٥٦,٧٥\%$$

جدول رقم (١٩)
بيان تحليلي لتقييم سياسة الائتمان والتحصيل المطبقة في الشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنـ ـوات / بيـ ـان	١٩٨٧ (سنة الأساس)	١٩٨٨	١٩٨٩
قيمة المبيعات الآجلة السنوية	٧٦٠٠	٧٨٠٠	٧٨٠٠
١- متوسط فترة التحصيل	٦٠ يوم	٩٠ يوم	٦٢ يوم
٢- معـ ـدل دوران الحسـ ـابات المدينـ ـة (مرة) = ٣٦٠ ÷ متوسط فترة التحصيل	٦	٤	٦
٣- متوسط الاستثمار فـ ـي الحسـ ـابات المدينة = قيمة مبيعات آجلة سنوية ÷ معدل الدوران	١٢٦٧	١٩٥٠	١٣٠٠
٤- قيمـ ـة الاسـ ـتثمار الإضـ ـافي فـ ـي الحسابات المدينة	–	٦٨٣	٣٣
٥- تكلفـ ـة الاسـ ـتثمار الإضـ ـافي فـ ـي الحسابات المدينة	–	٦٨٣ × ٥٧,٤% = ٣٩٢	٣٣ × ٥٦,٧٥% = ١٩
٦- العائد الضائع على تكلفة الاسـ ـتثمار الإضافي (معدل ٢٠%)	–	٣٩٢ × ٢٠% = ٧٨	١٩ × ٢٠% = ٤
٧- قيمة الديون المعدومة			
٨- قيمة الديون المعدومة الإضافية	١٥٢	٢٤٠	٢٥٦

سنـ . ـوات بيـ . ـان	١٩٨٧ (سنة الأساس)	١٩٨٨	١٩٨٩
٩- تكلفة الديون المعدومة الإضافية	–	٨٨	١٠٤
١٠- مصروفات التحصيل	–	٨٨ × ٥٧,٤٪	١٠٤ × ٥٦,٧٥٪
١١- مصروفات تحصيل إضافية		= ٥١	= ٥٩
١٢- مصروفات إدارية	٢٠	٢٥	٢٠
١٣- مصروفات إدارية إضافية	–	٥	١٠
١٤- قيمة الخصـ . ـم النقـ . ـدي = قيمـ . ـة مبيعات آجلـ . ـة سـ . ـنوية × نسـ . ـبة عملاء مستفيدين من الخصـ . ـم × معدل الخصم	٥٠ – –	٧٠ ٢٠ –	٧٠ ٢٠ ٧٨٠٠ × ٤٠٪ × ٥٪ = ١٥
١٥- تكلفة الخصم النقدي	–		١٥٦ × ٥٦,٧٥٪ = ٨٩
١٦- إجمالي التكاليف الإضافية	–	١٥٤	١٨٢
١٧- قيمة المبيعات السنوية	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
١٨- التغير في قيمة	–	(١٠٠٠)	(٣٠٠٠)
١٩- الأرباح المفتقدة نتيجة انخفـ . ـاض المبيعات = قيمة الانخفـ . ـاض × نسبة مجمل الربح	–	(١٠٠٠) × ٤٢,٦٪ = – ٤٢٦	٣٠٠ × ٤٣,٢٥٪ – ١٢٨٠
٢٠- النتائج النهائية للتقيـ . ـيم= الأربـ . ـاح المفتقدة نتيجة انخفاض المبيعات + إجمالي التكاليف الإضافية	–	– ٤٢٦ – ١٥٤ = (٥٨٠)	– ١٢٨٠ – ١٨٢ = (١٤٦٢٠)

وفي نهاية إجراءات التقييم التي يتضمنها الجدول التحليلي السابق اتضح أن عدم ارتباط التسهيلات الائتمانية الإضافية التي منحتها الشركة لعملائها، بحدوث زيادة في قيمة المبيعات قد عكس أثره السلبي على نتائج التقييم، ومما زاد الأمـ . ـر خطـ . ـورة ارتبـ . ـاط التسهيلات الائتمانية الإضافية بحدوث نقص في قيمة المبيعـ . ـات، وبالتالي أصبحت الخسائر الناتجة من تطبيق السياسات الائتمانية

في الشركة ممثلة في مجموع كـ.ل مـ.ن التكـ.اليف الإضـ.افية والأرباح المفتقدة نتيجة انخفاض المبيعات، وذلك على الرغم من زيادة المبيعات الآجلة بمعدل ٣٠% لكل مـ.ن سـ.نتي ١٩٨٨، ١٩٨٩ الأمر الذي يؤكد الضعف الشديد في كفاءة إدارة الشركة (ص) لهذا النوع من الاستثمار، وما لذلك من انعكاسات سـ.لبية أكثر خطورة على نتائجها المالية، وبالتالي على وصول الشركة إلى حالة الفشل المالي.

وفي هذا المجال ننبه القارئ إلى أن الحالة الأكثر شيوعا وتمشيا مع المنطق أن ترتبط التسهيلات الائتمانية الإضـ.افية بحدوث زيادة في المبيعات، وفي هذه الحالة فـ.إن الخطـ.وة الأخيرة من خطوات التقييم التي يتضمنها الجـ.دول السـ.ابق سوف تكون على النحو الآتي:

نتائج التقييم = عدد الوحدات المباعة الإضافية × الـ.ربح الحدي للوحدة = عدد الوحدات المباعة الإضـ.افية × (سـ.عر الوحدة – تكلفة متغيرة للوحدة).

حيث إن الزيادة في المبيعات سوف تتم في ظـ.ل الطاقـ.ة المتاحة، وبالتالي عدم تأثير التكاليف الثابتة لهذه الزيادة، مما يعني ارتباط الزيادة في المبيعات بالتكاليف المتغيرة فقط.

* تحليل مدى كفاءة إدارة الاستثمار في المخزون

يمثل المخزون بأنواعه المختلفة أهم عناصر رأس المـال العامل والتي تمثل في مجموعها جملة الاستثمارات قصـيرة الأجل، وذلك لكونه المحور الأساسـي لاسـتمرار النشـاط الإنتاجي في جميع مراحل التصنيع وبالتالي فإن الكفاءة فـي إدارته من عدمه سوف تعكس أثرها المباشر علـى النتـائج المالية للمشروعات.

والواقع أن المخزون في المشروعات التجارية ينحصـر في البضاعة موضع النشاط، والتي يتم شراؤها من الموردين وتخزينها لحين بيعها للعملاء نقدا أو بالآجل، وعلى ذلك فإن نشاط التخزين هنا يمثل حلقة الوصل بين نشـاطي الشـراء والبيع. أما المخزون في المشروعات الصناعية فيتكون غالبا من مواد خام ومنتجات تحت التشغيل ومنتجات تامة الصنع، حيث يمثل المخزون من المواد الخام حلقـة الوصـل بـين نشاطي الشراء والإنتاج، في حـين يمثـل المخـزون مـن المنتجات تحت التشغيل حلقة الوصل بين مراحـل الإنتـاج

المختلفة، أما المخزون من المنتجات تامة الصنع فيمثل حلقة الوصل بين الإنتاج والبيع. ومن الواضح أن إدارة المخزون في المشروعات الصناعية أكثر خطورة منها في المشروعات التجارية.

ونؤكد هنا أننا في مجال التركيز على الجوانب المالية لإدارة الاستثمار في المخزون، من خلال الحرص على عدم تعرض المنشأة لمخاطر نقص السيولة والمرتبطة بتضخم المخزون بدون مبررات اقتصادية محددة، وكذلك عدم تعرضها لمخاطر توقف وتعطيل الإنتاج والنشاط والمرتبطة بنقص المخزون لمبررات اقتصادية. حيث إنه كلما زاد حجم المخزون كلما تحملت المنشأة تكاليف تخزين أكبر وانخفاض معدل العائد على الاستثمار، وذلك في مقابل تمتع المنشأة بدرجة عالية من المرونة في أنشطتها الرئيسية، بالإضافة إلى انخفاض المخاطر الناتجة من نفاذ المخزون والعكس صحيح.

إن هناك العديد من النماذج الرياضية والتي يعتمد عليها في اتخاذ القرارات الرشيدة والمرتبطة بالاستثمار في المخزون، والتي تساعد على تحديد الكمية الاقتصادية

للشراء، وتحديد نقطة إعادة الطلب، والواقع أننا لن نسـ.تخدم هذه النماذج في هذا المجال، والذي يقتصر على تقييم كفـ.اءة إدارة الاستثمار في المخزن، حيـ.ث نقصـ.ر تحليلنـ.ا علـ.ى مؤشرين فقط هما:

١- معدل دوران المخزون inventory turnover:

يقيس هذا المؤشر عدد مرات البيع لمتوسـ.ط المخـ.زون العام، حيث إنه في التحليل الأولي يشير إلى انخفاض عـ.دد مرات الدوران وإلى ارتفاع متوسط حجـ.م الاسـ.تثمار فـ.ي المخزون، وبالتالي انخفاض معدل العائد علـ.ى الاسـ.تثمار وانخفاض درجة السيولة في المنشأة، كما يشير ارتفاع معدل دوران المخزون إلى ارتفاع كفاءة إدارته من حيث انخفاض متوسط حجم الاستثمار في المخزون، وبالتالي ارتفاع معدل العائد على الاستثمار وارتفاع درجة السيولة في المنشأة. أما في مجال التحليل الأكثر تعمقاً فإن انخفاض أو ارتفاع معدل دوران المخزون لا يرجع بالضرورة إلى ضعف أو ارتفـ.اع كفاءة الإدارة وفشل أو نجاح السياسات المتعلقة بالتخزين، بل يمكن أن يرجع إلى سياسات المنشـ.أة فـ.ي مجـ.الات مـ.نح الائتمان والتحصيل، حيث إن التسهيل فـ.ي معـ.ايير مـ.نح

الائتمان والاتجاه نحو عدم التشدد في إجراءات التحصل ينتج عنه زيادة المبيعات الآجلة وزيـادة حجـم الاسـتثمار فـي المخزون.

هذا ويمكن استخراج معـدل دوران المخـزون بإحـدى طريقتين أو كليهما وهما:

١/١ معدل دوران المخزون (على أساس التكلفة)

$$= \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}} = \text{(مرة)}$$

$$\text{حيث إن متوسط المخزون} = \frac{\text{مخزون أول المدة + مخزون آخر المدة}}{٢}$$

١/٢: معدل دوران المخزون (على أساس قيمة المبيعات)

$$= \frac{\text{قيمة المبيعات}}{\text{متوسط قيمة المخزون}} = \text{(مرة)}$$

حيث إن متوسط قيمة المخزون = متوسـط المخـزون بالتكلفة × مقلوب نسبة تكلفة المبيعات

٢- متوسط فترة التخزين

والذي يحدد عدد الأيام التي تقضيها البضاعة في المخازن من تاريخ تخزينها وحتى تحويلها إلى مبيعات نهائية، ومـ.ن الواضح أن هناك علاقة عكسية بين متوسط فترة التخـ.زين ودرجة الكفاءة في إدارة الاستثمار فـ.ي المخـ.زون، ويـ.تم حسابها اعتمادا على معدل الدوران السابق توضـ.يحه كمـ.ا يلي:

$$\text{متوسط فترة التخزين} = \frac{٣٦٠}{\text{دوران المخزون}} = \text{(يوم)}$$

ويمكن تقييم مدى كفاءة الشركة (ص) في إدارة المخزون من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٠)

بيان تحليلي لتقييم كفاءة الشركة (ص)

في إدارة الاستثمار في المخزون

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـ.ـان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
قيمة المبيعات السنوية	١١٠٠٠	١٠٠	١٠٠٠٠	٩١	٨٠٠٠	٧٣
تكلفة المبيعات السنوية						
رصيد المخزون (تكلفة)	٦٠٥٠	١٠٠	٥٧٤٠	٩٥	٤٥٤٠	٧٥
متوسط رصيد المخـ.زون						

سنوات بيـ . ـان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
(تكلفة) متوسط رصيد المخزون سعر (بيع)	٥١٠ ٥١٠ ٩٢٧	١٠٠ ١٠٠ ١٠٠	٩٠٠ ٧٠٥ ١٢٢٨	١٧٦ ١٣٨ ١٣٢	١٣٣٥ ١١١٨ ١٩٧٠	٢٦٢ ٢١٩ ٢١٣
معـ .. دل دوران المخـ .. زن (تكلفة)	١١,٩ مرة	–	٨ مرة	–	٤ مرة	–
معدل دوران المخـ . زون (سعر بيع)	١١,٩ مرة	–	٨ مرة	–	٤ مرة	–
متوسط فترة التخزين	٣٠ يوم	–	٤٥ يوم	–	٩٠ يوم	–

وقبل أن نعلق على نتائج الجدول السابق نوجه الانتباه إلى:

١- بالنسبة لقيمتي المبيعات السنوية وتكلفتها السنوية فقد تم الحصول عليهما من قائمة الدخل المعاد تجهيزها أخيرا.

٢- بالنسبة لرصيد المخزون بسعر التكلفة والذي يمثـ .ل أرصدة المخزون بأنواعه المختلفة كأحـ .د عناصـ .ر رأس المال العامل وذلك من وجهة النظـ .ر الماليـ .ة وليست المحاسبية، وعلى ذلك فقد تم الحصول عليه

من قائمة المركز المالي للشركة (ص) بعـد إعـادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل.

٣- بالنسبة لمتوسط رصيد المخزون بسعر التكلفة.

$$\frac{\text{رصيد مخزون أول المدة + رصيد مخزون آخر المدة}}{٢}$$

وعلى اعتبار أن قائمة المركز يتم إعدادها في آخر كل عـام (٣١/١٢/٧٨) والتي تمثل الأرصدة التي يبدأ بها العام التالي مباشرة (٣١/١٢/٨٨) الأمر الذي يؤكـد إمكانيـة حسـاب المتوسط لجميع السنوات فيما عدا السنة الأولى التي لا تتـيح بياناتها سوى رصيد آخر المدة، حيث يستلزم الأمر الحصول على رصيد أول المدة، وفي حالة عدم إمكانية ذلك تتعامل مع رصيد آخر المدة مباشرة، وعلى ذلك فقد تم حساب متوسـط الأرصدة كما يلي:

٣/١: بالنسبة لعام ١٩٨٧ = ٥١٠

٣/٢: بالنسبة لعام ١٩٨٨ = $\frac{٩٠٠ + ٥١٠}{٢}$ = ٧٠٥ ألف جنيه.

٣/٣: بالنسبة لعام ١٩٨٩ = $\frac{١٣٣٥ + ٩٠٠}{٢}$ = ١١١٨ ألف جنيه.

٤- بالنسبة لمتوسط رصيد المخزون بسعر البيع فقد تـ.م حسابه من خلال المعادلة السابق ذكرها وهي:

متوسط رصيد المخزون بسعر البيع =

متوسط رصيد المخزون بالتكلفة × مقلوب نسبة تكلفة المبيعات

وعلى ذلك فقد تم حسـ.ـاب متوسـ.ـط الأرصـ.ـدة الـ.ـواردة بالجدول السابق كما يلي:

٤/١: بالنسبة لسنة ١٩٨٧ = ٥١٠ × $\frac{١٠٠}{٥٥}$ = ٩٢٧ ألف جنيه

٤/٢ بالنسبة لسنة ١٩٨٨ = ٧٠٥ × $\frac{١٠٠٠}{٥٧٤}$ = ١٢٢٨ ألف جنيه

٤/٣: بالنسبة لسنة ١٩٨٩ = ١١١٨ × $\frac{١٠٠٠}{٥٦٧٥}$ = ١٩٧٠ ألف جنيه

٥ – تأكد أن حساب معدل دوران المخزون لا يختلـ.ـف فـ.ـي نتائجه باختلاف طريقة الحساب، سـ.ـواء كانـ.ـت علـ.ـى

أساس سعر التكلفة أو سعر البيع، ويتوقف الأمـر فـي استخدام أي منهما على طبيعة البيانات المتوافرة لـدى القائم بالتحليل.

وعود إلى محتويات الجدول السابق يتبين اتجـاه معـدل دوران المخزون ومتوسط فترة التخزين نحو التدهور الشديد وذلك من خلال اتجاه الأول نحو الانخفاض واتجـاه الثـاني نحو الارتفاع. مع ملاحظة ارتباط ذلك باتجاه المبيعات نحو الانخفاض الشديد واتجاه أرصدة المخزون ومتوسطاته نحـو التضخم الملحوظ، كل ذلك في اتجاه الشـركة نحـو مـنح عملائها مزيدا من التسهيلات الائتمانية، الأمر الـذي يؤكـد الانخفاض الشديد في كفاءة إدارة الشـركة للاسـتثمار فـي المخزون، كما هو الحال بالنسبة لعناصر رأس المال العامل الأخرى، الأمر الذي يعكس آثاره السلبية على النتائج المالية للشركة، والتي ستقوم بتحليلها في الجزء التالي:

رابعا

تطبيق برنامج تحليل النتائج المالية

فيما يتعلق بالنتائج المالية موضع التحليل في هذا الجـزء فهناك من يطلقون عليها اصطلاح الأهداف المالية، والواقـع أن كلا من الاصطلاحين يعنيان السيولة والربحية وعلى ذلك فإن الاصطلاحين مترادفين، ولكن من حيث مراعاة الدقة في التعبير فإن اصطلاح الأهداف المالية يرتبط بعملية صـناعة القرارات المالية، حيث تصنع القرارات المـذكورة بالشـكل الذي يؤدي إلى تحويل هذه الأهداف إلى نتائج فعلية، ومـن هنا فإن اصطلاح النتائج المالية يرتبط بعمليـة التحليـل أو القياس الفعلي في نهاية فترة مالية معينة.

ومن خلال ما سبق فسوف نبدأ بعرض برنامج تحليـل السيولة نتبعه ببرنامج تحليل الربحية وذلك على الوجه الآتي:

* برنامج تحليل السيولة:

تتمثل السيولة كأحد شقي الأهداف والنتائج المالية في نظر الكثير من غير المتخصصين في توافر النقدية وبكميات كبيرة

في خزائن المنشأة، في حين أن السيولة بمفهومه.ا العلم.ي والمستخدم هنا يعكس مدى قدرة المنش.أة عل.ى مواجه.ة التزاماتها العاجلة والمطلوب سدادها خلال سنة م.ن خ.لال أصول النقدية والتي يسهل تحويلها إلى نقدية وبدون خس.ارة في قيمتها خلال سنة على الأكثر، وبمعنى أكث.ر وض.وحا: مدى قدرة المنشأة على سداد خصومها السائلة من أص.ولها السائلة وعدم تعرضها لمواقف مالية حرجة، سواء فيما يتعلق بمواجهة الدائنين أو فيما يتعلق بت.وفير متطلب.ات التش.غيل اليومي.

وذلك وصولاً إلى هدف أكبر، وهو ض.مان اس.تمرارية المنشأة في ميدان الأعمال بدون التعرض لح.الات الح.رج المالي، وبالتالي ضمان عدم وصولها إلى حالة الفشل المالي الكامل.

وفي هذا المجال نؤكد على أن توافر السيولة في أي منشأة يعني تمتعها بحالة من اليسر المالي، حيث إن هناك ما يسمى باصطلاح اليسر المالي الفعلي والذي يعني ق.درة المنش.أة الفعلية على سداد جميع التزاماتها تجاه الغير، وذلك فيم.ا إذا قامت بتصفية أصولها تصفية فعلية، ومن الواضح أن اليسر

المالي الفعلي بمفهومه هذا يتعارض مع مبدأ استمرار المنشأة وبقائها في ميدان الأعمال، وعلى ذلك فإن الاصطلاح الأكثر ملاءمة لمبدأ الاستمرار هو اليسر المالي الفني، والذي يعني قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل من خلال أصولها السائلة، وعلى ذلك فإن المنشأة قد تكون في حالة يسر مالي فعلي في حين أنها تعاني من حالة عسر مالي فني، وفي الاتجاه الآخر قد تكون المنشأة في حالة يسر مالي فني ولكنها في واقع الأمر في حالة عسر مالي فعلي، حيث إن أصولها في حالة التصفية لا تتمكن من تغطية وسداد التزاماتها تجاه الدائنين والملاك.

ومن الأمور المتفق عليها أهمية السيولة المطلقة لجميع المشروعات في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي. حيث إن توافر السيولة بمفهوم اليسر المالي الفني يقلل من المخاطر المالية، وتمنع وصول المشروع إلى حالة الفشل المالي الكامل، والذي يؤدي في التحليل النهائي إلى حالة التصفية أو الإفلاس سواء الإداري أو القانوني.

ومن وجهة نظرنا الخاصة أن حالة العسر المالي الفني في أي مشروع تنحصر في أبعاد ثلاثة كحد أقصى هي:

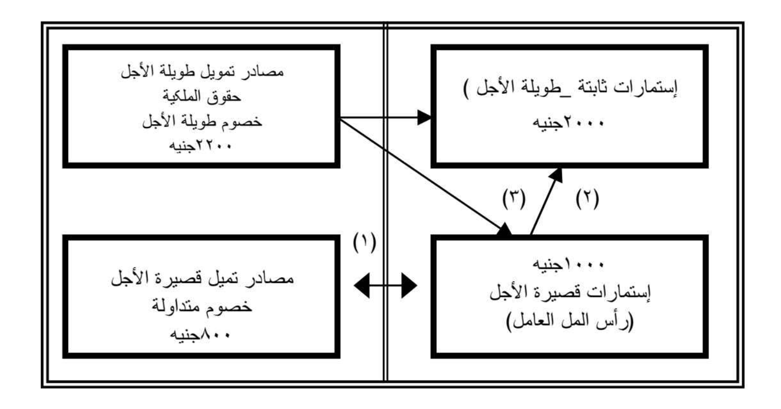
البعد الأول: عدم كفاية رأس المال العامل

بداية فنحن نعني برأس المال العامـل Gross Working Capital إجمالي الأصول المتداولة بعناصرها المختلفة بعـد إعادة تجهيزها لأغراض التحليل، الأمر الذي يجعـل هـذه القيمة تعكس بشكل كامل مجموعة الأصول أو الاستثمارات التي يمكن تحويلها إلى النقدية خلال العام، سواء كانت فـي شكل نقدي مطلق أو في أشكال أخرى تقبل التحويـل إلـى النقدية خلال العام. هذا فيما يتعلق برأس المال العامل، وأما فيما يتعلق بالمقصود باصطلاح عدم الكفاية فيتمثل في عـدم كفاية رأس المال العامل. من حيث انخفـاض قيمتـه للقيـام بوظيفته الأساسية والتي تعكس المبرر من وجوده والاحتفاظ به، حيث تنقسم هذه الوظيفة داخليا إلى شقين أولهما دفـاعي والآخر تشغيلي، ويوضح الشكل التالي ما نقصده بذلك.

شكل رقم (٢)

"بيان بتحليل وظائف رأس المال العامل"

ومصادر تمويله



إن السهم رقم (١) والمتجه من اليمين إلى اليسـار يمثـل الشق الأول لوظيفة رأس المال العامل، والذي عرفناه بالشق الدفاعي، والذي يعني استعداد رأس المـال العامـل لسـداد الخصوم المتداولة بعناصرها المختلفة، والتي تستوجب السداد خلال عام على الأكثر، أما السهم رقم (٢) فيمثل الشق الثاني لوظيفة رأس المال العامل والذي عرفناه بالشـق التشـغيلي، والذي يعني المساعدة على تشغيل وإدارة الاستثمارات الثابتة ومن ذلك يمكن التأكيد على الحقائق التالية:

١- إن ذلك الجزء مـن رأس المـال العامـل والـذي يخصص لتأدية الشق الدفاعي، يمثـل بالضـرورة استثمارا قصير الأجل؛ نظرا لارتباطـه بمواجهـة الالتزامات قصيرة الأجل، ولذلك تحـتم الأصـول العلمية للتمويل على ضرورة تمويله مـن مصـادر تمويلية قصيرة الأجل، وهو الأمر الـذي يوضـحه السهم رقم (١) في اتجاهه العكسي من اليسار إلـى اليمين.

٢- إن الجزء الثاني من رأس المـال العامـل، والـذي يخصص لتأدية الشق التشغيلي يمثـل بالضـرورة استثمارا طويلا الأجل؛ نظـرا لارتباطـه بتشـغيل الأصول الثابتة الطويلة الأجل بطبيعتها، حيث تحتم الأصول العلمية للتمويل على ضرورة تمويله مـن مصادر طويلة الأجل، وهو الأمر الـذي يوضـحه السهم رقم (٣)، وهنا نؤكد علـى أن هـذا الجـزء يعرف باصطلاح صافي رأس المال العامـل Net Working Capital والذي يؤدي إلى جانب وظيفتـه التشغيلية وظيفة فرعية أخرى أقل أهمية وهي تدعيم

الموقف الائتماني للمشروع من خلال توفير هـ.امش أمان لدائنيها للأجل القصير، وهنا يحـ.تم الأمـ.ر أن يظهر صافي رأس المال العامل بقيمة موجبة.

٣- إن الأرقام الموضحة في الشكل السابق تبين الوضع الأمثل حيث:

٣/١: إن الشق الدفاعي من رأس المال العامـ.ل وقـ.دره ٨٠٠ جنيه قد تم تمويله من مصادر تمويل قصـ.يرة الأجل.

٣/٢: إن الشق التشغيلي من رأس المال العامل قد ظهر بقيمة موجبة قدرها ٢٠٠ جنيه، وأنه قد تم تمويلهـ.ا من مصادر تمويل طويلة الأجل.

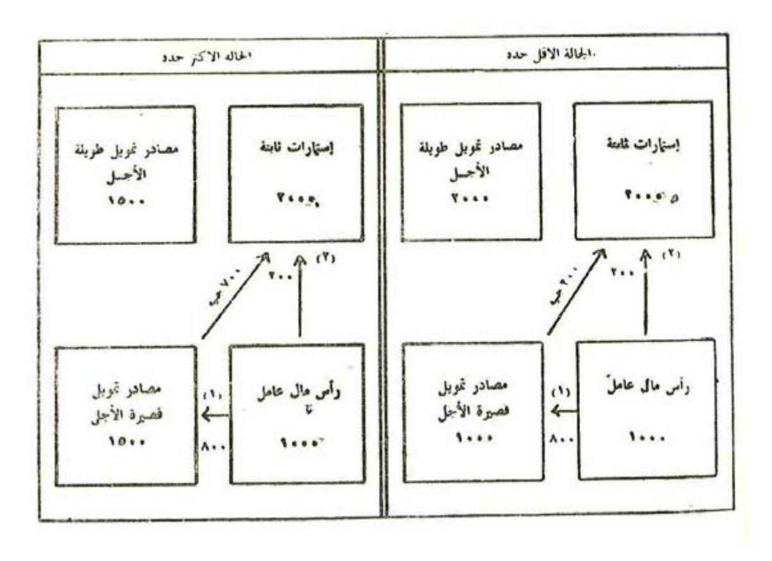
٣/٣: إن جملة الاستثمارات طويلة الأجل وقدرها ٢٢٠٠ جنيه قد تم تمويلها بطريقة سليمة من خلال مصادر تمويل طويلة الأجل وقدرها أيضا ٢٢٠٠ جنيه.

٣/٤: إن الحالة الموضحة تعكس بوضوح قرارات مالية سليمة تعكس بالضرورة آثارها السلبية على النتـ.ائج المالية للمشروع.

٤- إن عدم كفاية رأس المال العامل كظاهرة سلبية ترتبط بالعديد من الانعكاسات السلبية تتفاوت في درجة حدتها من منشأة لأخرى، حيث يمكن حصر درجات الحـ.دة هذه في حالتين يوضحهما الشكل التالي:

شكل رقم (٣)

بيان مجالات عدم كفاية رأس المال العامل



وإذا افترضنا ولأغراض التحليل أن القيمة الموجبة لصافي رأس المال العامل في هذه الحالة الافتراضية يبلغ ٢٠٠ جنيه والتي تمثل الجزء الدائم من رأس المال العامل والتي تمثل

أيضا الشق ذا الوظيفة التشغيلية كما سبق أن أوضحنا، فيمكن تحليل الحالتين الموضحتين كما يلي:

٤/١: **بالنسبة للحالة الأولى:** فإن النظرة الأولية توضـ.ـح أن رأس المال العامل يقوم فقط بالشـ.ـق الـ.ـدفاعي مـ.ـن وظيفته من حيث كفاية قيمتـ.ـه لسـ.ـداد الالتزامـ.ـات قصيرة الأجل "السهم رقم (١)" في حين أنـ.ـه غيـ.ـر قادر على القيام بالشق التشغيلي من وظيفتـ.ـه، إلا أن التحليل الأكثر تعمقاً يؤكد غير ذلك، حيث إن الشـ.ـق التشغيلي يمثل أمرا حتميا تحتمه ظروف التشـ.ـغيل، وعلى ذلك فإن مظاهر الخلل هنا تتمثل في الآتي:

٤/١/١: إنه بعد استيفاء متطلبات التشغيل من خـ.ـلال رأس المال العامل تصبح قيمته الفعلية المتبقية ٨٠٠ جنيه وهي غير كافية لسداد الالتزامات قصيرة الأجـ.ـل، وبالتالي يفقد رأس المال العامل صـ.ـلاحيته للقيـ.ـام بالشق الدفاعي من وظيفته.

٤/١/٢: إن القيمة الفعلية للاستثمارات الثابتة تصبح ٢٢٠٠ جنيه وبالتالي تصبح مصادر التمويل طويلة الأجل غير كافية لتمويلها بمقدار ٢٠٠ جنيه، والـ.ـذي تـ.ـم

تمويله من خلال مصادر تمويل قصـيرة الأجـل، وهو الأمر الذي يتعارض مع المبـادئ التمويليـة السليمة.

٢/٤: **بالنسبة للحالة الثانية:** وهي الحالة الأكثر حدة فيلاحظ ما يلي:

١/٢/٤: أن رأس المال العامل غير كـاف للقيـام بوظيفتـه الأساسية بشقيها الدفاعي والتشغيلي، حيث تظهـره الأرقام الموضحة بقيمة سالبة قـدرها ٥٠٠ جنيـه (١٠٠٠ – ١٥٠٠).

٢/٢/٤: إن التحليل الأكثر تعمقًا يؤكد حتميـة تأديـة رأس المال العامل منخفض القيمة للشق التشـغيلي مـن وظيفته، الأمر الذي يؤكد أن القيمة المتبقية لتأديـة الشق الدفاعي من وظيفته هي ٨٠٠ جنيه فقط.

٣/٢/٤: إنه في ظل قيمة فعلية للاستثمارات طويلة الأجـل قدرها ٢٢٠٠ جنيه تصبح مصادر التمويل طويلـة الأجل والتي تبلغ قيمتها ١٥٠٠ جنيه فقـط غيـر كافية لتمويلها بعجز قدره ٧٠٠ جنيه تم الحصـول

عليها بطريقة خاطئة من خـلال مصـادر تمويـل قصيرة الأجل.

البعد الثاني: عدم فعالية رأس المال العامل:

بعد تحليل البعد الأول والخاص بتحليل مدى كفايـة رأس المال العامل يأتي دور تحليل البعد الثاني والخاص بتحليـل مدى فعالية رأس المال العامل. حيـث إن هنـاك اخـتلاف جوهري يبين اصـطلاحي الكفايـة Efficiency والفعاليـة Effectiveness، حيث يرتبط الأول بمدى استيفاء رأس المال العامل لمتطلبات الحجم واللازم لمواجهة متطلبـات السـداد والتشغيل، في حين يرتبط الاصطلاح الثاني بالتكوين الداخلي لرأس المال العامل.

ولمزيد من التوضيح نورد الأمثلة التالية:

- إن استذكار الطالب لدروسه لساعات طويلة يوميا مع انخفاض درجة استيعابه وتركيزه وانخفاض محصلته النهائية، يعني استيفاءه لمتطلبـات الكفايـة وعـدم استيفائه لمتطلبات الفعالية.
- إن الشخص القوي البنية والمهتم بمظهـره دائمـا، ولكنه وبالتحليل التفصيلي لجوانب شخصيته يتضـح

أنه لا يملك القدرة على اتخاذ القرار، نظرا لضـعف شخصيته، ويصبح بالضرورة مسـتوفيا لمتطلبـات الكفاية مع افتقاده لمتطلبات الفعالية... وهكذا.

وانطلاقًا مما سبق يمكننا التأكيد علـى أن فعاليـة رأس المال العامل ترتبط بمدى قدرته على تأدية الشق الدفاعي من وظيفته، والخاص بمدى قدرته علـى مواجهـة الالتزامـات قصيرة الأجل طول العام، وبالتالي ضـمان عـدم تعـرض المنشأة لحالات الحرج المالي وما يتبعها من حالات العسـر المالي الفني، وعلى ذلك فإن فعاليـة رأس المـال العامـل تتناسب طرديا مع تزايد درجة سيولة عناصره، وهنا نجد أن التحليل السطحي يركز على أن أكثر عناصـر رأس المـال العامل سيولة هو النقدية، وأن أقلها سيولة هو المخزون، وأن الأوراق المالية أقل سيولة من النقدية وأكثـر سـيولة مـن الاستثمارات في الحسـابات المدينـة وأوراق القـبض، وأن الأخيرة أقل سيولة من الاسـتثمارات فـي الأوراق الماليـة وأكثر سيولة من المخزون، إلا أن التحليـل الأكثـر عمقًـا يتطلب الكثير من الجهد؛ وذلك لإمكانية السيطرة على الكثيرة من المتغيرات، نذكر منها ما يلي:

١- إنه في ظل حالات التضـخم المرتبطـة بالنشـاط الاقتصادي العام يصبح الاستثمار في المخزون أكثر جدوى من الاستثمار في النقدية والأوراق المالية.

٢- إنه في ظل حـالات الكسـاد المرتبطـة بالنشـاط الاقتصادي العام يصبح الاستثمار فـي الحسـابات المدينة أمرا ضروريا لتنمية المبيعات.

٣- إنه في ظل الأحوال الاقتصادية العادية فـإن تزايـد الوزن النسبي للعناصر الأقل سيولة وهي المخزون والحسابات المدينة مع انخفاض كفاءة المنشـأة فـي إدارتها سوف تؤكد ضعف أو عدم فعالية رأس المال العامل، في حين أن ارتباط هذا التزايد بارتفاع كفاءة المنشأة في إدارة هذين العنصرين سوف يخفف مـن حدة هذا البعد، ومن انعكاساته السلبية على النتـائج المالية للمنشأة.

ومما سبق يتبين أن تحليل فعالية رأس المال العامـل سوف ينحصر في تحديد الوزن النسبي لكل عنصـر من عناصر رأس المال العامل، وتحليل نتائجها فـي ضوء المتغيرات الثلاثة المذكورة.

البعد الثالث: التركيب الخطـ.ـر للالتزامـ.ـات قصـ.ـيرة الأجل (الخصوم المتداولة):

الواقع إن طبيعة التركيب الداخلي للالتزامات قصيرة الأجل لا يقل في أهمية تحليله عن الأهميـ.ـة التـ.ـي نوليهـ.ـا لحجـ.ـم تلـ.ـك الالتزامات، وذلك عند تحليل السيولة كأحد النتـ.ـائج أو الأهـ.ـداف المالية، حيث إن التركيب أو التكوين الداخلي للخصوم المتداولـ.ـة والذي يعني الوزن النسبي لكل عنصر من عناصرها العديـ.ـدة – يمكن أن يرتبط بدرجات متفاوتة من المخاطرة المالية، ولتوضـ.ـيح ما نقصده من ذلك نفترض أن هناك شخصين، إجمالي الالتزامات قصيرة الأجل لكل منهما ١٠,٠٠٠ جنيه والتي تعني الالتزامـ.ـات التي تستوجب السداد خلال عام واحد على الأكثر، وأنه بتحليـ.ـل التركيب الداخلي لهذه الالتزامات اتضح أنها بالنسـ.ـبة للشـ.ـخص الأول تتمثل في ٧٠٠٠ جنيه كمديونيـ.ـة للبنـ.ـك و ٣٠٠٠ جنيـ.ـه كمديونية لأحد أشقائه، في حين أنها بالنسبة للشخص الثاني عبارة عن ٧٠٠٠ جنيه كمديونية لأحـ.ـد أشـ.ـقائه والـ . ٣٠٠٠ جنيـ.ـه كمديونية للبنك، ومن الواضح الآن أن الالتزامات قصيرة الأجـ.ـل والمتساوية في قيمتها الإجمالية لكلا الشخصين ترتبط بدرجة أكبر من المخاطر بالنسبة للشخص الأول مقارنة بالشخص الثاني، حيث

إن الالتزامات تجاه البنوك أكثر خطورة مـ.ن الالتزامـ.ات تجـ.اه الأشقاء أو الدائنين/ الموردين... إلخ.

وعلى ذلك يتبين أن تحليل هذا البعد سوف يتجـ.ه نحـ.و تحليل التوزيع النسبي لعناصر الخصوم المتداولة، وبالتـ.الي تحديد درجة المخاطر المرتبطة بهذا التوزيع.

ونعرض فيما يلي للجانب التطبيقي لتحليل السيولة بالنسبة للشركة (ص):

(أ) تحليل مدى كفاية رأس المال العامل:

يتم تحليل مدى كفاية رأس المال العامل بالمفهوم السـ.ابق توضيحه من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢١)

بيان بتحليل مدى كفاية رأس المال العامل للشركة (ص) للسنوات من ١٩٨٧ إلى ١٩٨٩

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـ.ان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
رأس مال عامل	١٧٩٠	١٠٠	٢٦٥٠	١٤٨	٣٧٣٥	٢٠٩
خصوم متداولة	١٩٠٠	١٠٠	٣٠٩٥	١٦٣	٤٨٠٠	٢٥٣
صافي رأس مـ.ال عامل	(١١٠)	١٠٠	(٤٤٥)	٤٠٥	(١٠٦٥)	٩٦٨

تؤكد محتويات هذا الجدول أن الشركة (ص) تعاني بشـكل حاد من عدم كفاية رأس المال العامل، حيث ظهـر صـافي رأس المال العامل بقيم سالبة متزايدة خلال سنوات البحـث، حيث يرجع هذا الاتجاه إلى تزايد أرصدة الخصوم المتداولـة بمعدلات أكبر كثيرا من معدلات تزايد أرصدة رأس المـال العامل، الأمر الذي يعني في التحليل النهائي عدم كفاية رأس المال العامل لتأدية وظيفتـه الأساسـية بشـقيها الـدفاعي والتشغيلي، وما يرتبط بذلك من العديد من الانعكاسات السلبية على المركز المالي للشركة.

ويهمنا في هذا المجال إضفاء مزيد من العمق التحليلي، وذلك من خلال حساب وتحديد حجم الانحراف الذي يعكس مـدى عدم الكفاية المرتبطة برأس المال العامل، وذلك بتحديد القيمة المعيارية لرأس المال العامل الدائم والمتمثـل فـي القيمـة الموجبة لصافي رأس المال العامل والتي تتمثل في مجمـوع الحدود الدنيا لعناصر رأس المال العامل، والتي سـيفترض هنا وكما يحدث في أغلب الحالات أنها تعـادل احتياجـات شهرين من العناصر المكونة له، حيث سيتم حسابها باستخدام المعادلات والمفاهيم التالية:

• ر أ (رصيد أول المدة) والذي يتمثل في رصيد العنصر في السنة السابقة لسنة التحليل.

• ر خ (رصيد آخر المدة) والذي يتمثل في رصيد العنصر في آخر سنة التحليل.

• م (المتوسط السنوي للرصيد) = $\frac{\text{ر أ + ر خ}}{٢}$

• م ش (المتوسط الشهري) = $\frac{\text{م}}{\text{١٢ شهر}}$

جدول رقم (٢٢)

بيان بحساب رأس المال العامل الدائم للشركة (ص) للسنوات من ٨٧ – ٨٩

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	نقدية واستثمارات أ. مالية					حسابات مدينة وأوراق قبض					مخـ. . . .زون				
	س م	س خ	س م	م ش	م ش × ٢	س م	س خ	س م	م ش	م ش ×٢	س م	س خ	س م	م ش	م ش × ٢
١٩٨٧	٣٠٠	٣٨٠	٣٤٠	٢٨	٥٦	٧٠٠	٩٠٠	٨٠٠	٦٧	١٣٤	٤١٠	٥١٠	٤٦٠	٣٨	٧٦
١٩٨٨	٣٨٠	٣٥٠	٣٦٥	٣٠	٦٠	٩٠٠	١٤٠٠	١١٥٠	٩٦	١٩٢	٥١٠	٩٠٠	٧٠٥	٥٩	١١٨
١٩٨٩	٣٥٠	١٠٠	٢٢٥	١٩	٣٨	١٤٠٠	٢٣٠٠	١٨٥٠	١٥٤	٣٠٨	٩٠٠	١٣٣٥	١١١٨	٩٣	١٨٦

ومن خلال الجدول السابق يمكن التوصـل إلـى الرصـيد المعياري لرأس المال العامل الدائم (القيمة الموجبة لصـافي رأس المال العامل) بجمع الحد الأدنـى للأرصـدة الثلاثـة (م ش×٢) وبالتالي يمكن تحديد حجم الانحراف وذلـك مـن خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٣)

بيان لحساب حجم الانحراف لرأس المال العامل الدائم للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنـوات / بيـان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
– الرصيد الفعلي لرأس المال العامل الدائم	(١١٠)	(٤٤٥)	(١٠٦٥)
±			
الرصيد المعياري لرأس المال الدائم	٢٦٦	٣٧٠	٥٣٢
حجم الانحراف	٣٧٦	٨١٥	١٥٩٧

ويلاحظ أننا قمنا بجمع قيمتي الرصيد الفعلي والمعيـاري لرأس المال العامل الدائم للتوصل إلى حجم الانحراف وذلك نظرا لظهور الرصيد الفعلي بقيم سالبة، أمـا فـي الحالـة

المخالفة والخاصة بظهور أرصدة موجبة لهذا الرصيد فنلجأ بالضرورة إلى عملية الطرح.

ويؤكد الجدول السابق مدى خطورة الموقف نظرا لاتجاه حجم الانحراف إلى التزايد الكبير الأمر الذي يؤدي إلى عدم كفاية رأس المال العامل في الشركة.

(ب) تحليل مدى فعالية رأس المال العامل

يتم تحليل مدى فعالية رأس المال العامل بالمفهوم السابق توضيحه من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٤)

بيان بتحليل مدى فعالية رأس المال العامل للشركة (ص) للسنوات من ١٩٨٧ إلى ١٩٨٩

سنوات / بيـ . ـان	١٩٨٧			١٩٨٨			١٩٨٩		
	قيمة	%	رقم قياس	قيمة	%	رقم قياس	قيمة	%	رقم قياس
- نقدية واسـ.ـتثمارات وأوراق مالية	٣٨٠	%٢١	١٠٠	٣٥٠	%١٣	٩٢	١٠٠	%٣	٢٦
- أوراق قبض	١٢٠	%٧	١٠٠	٥٠٠	%١٩	٤١٦	٤٠٠	%١١	٣٣٣
صافي عملاء	٧٨٠	%٤٤	١٠٠	٩٠٠	%٣٤	١١٥	١٩٠٠	%٥١	٢٤٤
مخزون	٥١٠	%٢٨	١٠٠	٩٠٠	%٣٤	١٧٦	١٣٣٥	%٣٥	٢٦٢
إجمـ..ـالي رأس المـ..ـال العامل	١٧٩٠	%١٠٠	-	٢٦٥٠	%١٠٠	-	٣٧٣٥	%١٠٠	-

ارتباطاً بالنتائج التي سبق التوصل إليها بشأن الانخفـاض الشديد لكفاءة الشركة في إدارة عنصري الحسابات المدينـة والمخزون مع ملاحظة أن هذين العنصرين يمـثلان وزنـاً نسبيا كبيرا لجملة رأس المال العامل، مع اتجاه قيمتهما نحو التزايد الكبير تؤكد على ضعف فعالية رأس المال العامل في الشركة.

(ج) تحليل هيكل المخاطرة المرتبطـة بالالتزامـات قصيرة الأجل:

بناء على ما سبق أن أوضحناه في هذا الخصـوص مـن اختلاف العناصر المكونة للالتزامات الخارجية قصيرة الأجل من حيث درجة حساسية كل منها بالنسبة للشركة، والمخاطر الناتجة من عدم الوفاء بها في ميعاد الاستحقاق، ولذلك فمـن المنطقي أن الالتزامات المصرفية ترتبط بدرجة أكبـر مـن الحساسية والمخاطر مقارنـة بالالتزامـات التجاريـة، وأن الالتزامات المحتملة تجاه مصلحة الضرائب ترتبط بدرجـة أكبر من المخاطر المذكورة مقارنة بالالتزامـات التجاريـة، ودرجة أقل مقارنة بالالتزامات المصرفية.

هذا ويمكن تحليل هذه الجزئية من خلال محتويات الجدول التالي والذي قمنا عند إعداده بترتيب عناصـر الالتزامـات قصيرة الأجل ترتيبا تنازليـا بالنسـبة لدرجـة الحساسـية والمخاطر المالية.

جدول رقم (٢٥)

بيان بتحليل هيكل المخاطرة المرتبطة بالالتزامات قصيرة الأجل للشركة (ص)

سنوات	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيـان	قيمة	%	قيمة	%	قيمة	%
قروض قصيرة الأجل	٣٠٠	%١٦	١٥٩٠	%٥١	١٩٨٣	%٤١
مخصـص ضـرائب متنازع عليها	٣٠	%٢	-	-	٢٠	%٠,٥
أوراق دفع	٥٠٠	%٢٦	٤٠٠	%١٣	١٠٠٠	%٢١
دائنون	٩٠٠	%٤٧	١٠٠٠	%٣٢	١٥٠٠	%٣١
خصوم مستحقة	١٧٠	%٩	١٠٥	%٤	٢٩٧	%٦,٥
إجمالي خصوم متداولة	١٩٠٠	%١٠٠	٣٠٩٥	%١٠٠	٤٨٠٠	%١٠٠

وبالتعمق في محتويات الجدول السـابق يتبـين أن عـام ١٩٨٧ تميز بانخفاض درجة المخاطرة مـن حيـث تزايـد الوزن النسبي للعناصر الأقل مخاطرة، فـي حـين اتجـاه الموقف نحو التدهور في عامي ١٩٨٨، ١٩٨٩ من خـلال تزايد الوزن النسبي للعناصر الأكثر خطرا وانخفاض الوزن النسبي للعناصر الأقل خطرا، الأمر الذي يؤكد معاناة الشركة (ص) من الأبعاد الثلاثة المكونة لحالة العسر المالي الفني.

برنامج تحليل الربحية

الواقع إنه هناك اتفاق على أن الهدف المحـ.ـوري للفكـ.ـر المالي المعاصر يدور حول تعظيم قيمة المنشأة مـ.ـن خـ.ـلال تحقيق معدلات عائد عالية على الأموال المستثمرة، حيث إن محاولة تقدير الاحتياجات المالية وتدبيرها واستثمارها تهدف في النهاية إلى تقليل التكلفة التمويلية إلى أدنى حـ.ـد ممكـ.ـن، وفي نفس الوقت تعظيم العائد المحقق من الاستثمارات، مما يعني في النهاية تحقيق أكبر فائض ممكن ممثلاً في الفـ.ـائض القابل للتوزيع، والذي يخـ.ـص رأس المـ.ـال المملـ.ـوك فـ.ـي المنشأة، هذا بالإضافة إلى حتمية تحقيق الأرباح الكافية لأداء الوظائف الاقتصادية للربح، والمتمثلة في إمكانيـ.ـة التمويـ.ـل الذاتي، ورفع سعر الأسهم الجارية في أسواق رأس المـ.ـال، وإمكانية مواجهة الالتزامات الثانية المرتبطة بالـ.ـديون التـ.ـي يتضمنها الهيكل التمويلي للمنشأة، وأخيرا فليس هنـ.ـاك مـ.ـن شك في أن الأربـ.ـاح تعتبـ.ـر مقياسـ.ـا جيـ.ـدا لكفـ.ـاءة الأداء الاقتصادي للإدارة.

إن برنامجنا التحليلي هنا سوف يتضمن أربعـ.ـة مراحـ.ـل متكاملة وهي:

(أ) تحليل ربحية المبيعات.

(ب) تحليل ربحية الأصول.

(ج) تحليل ربحية رأس المال.

(د) تحليل مقدرة الربحية على سداد الالتزامات.

والذي سنطبقه على الوجه التالي:

(أ) تحليل ربحية المبيعات:

إن الهدف هنا هو تحليل مدى قدرة الشركة على تخفيض التكاليف، بالإضافة إلى تحليل مـدى قـدرتها علـى توليـد الأرباح من المبيعات. ويتم ذلك من خلال الاعتمـاد علـى قائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها لخدمـة أغـراض التحليـل والمدونة بالجدول رقم (٢٦)، حيـث نتعامـل مـع ثلاثـة مستويات من الربح وهي:

١- مجمل الربح.

٢- صافي ربح التشغيل.

٣- صافي ربح قابل للتوزيع.

والواقع إن الفكر المالي التحليلي قد درج علـى تحليـل ربحية المبيعات باستخدام ثلاثة مؤشراتماليـة ذات مقـام

موحد، وهو رقم صافي المبيعات، في الوقت الذي يتعدد فيه البسط ليتضمن كل مؤشر مستوى مـ.ن مسـ.تويات الـ.ربح الموضحة. ولكننا نرى أن يقتصر التحليل هنا علـ.ى تحديـ.د مدى جوهرية الفرق بين كل مستوى ربحي وبين المسـ.توى السابق له مباشرة. وذلك لتحديد مـ.دى جوهريـ.ة عناصـ.ر التكلفة أو المصروفات في انخفاض الربح.

وكقاعدة عامة يمكن القول بأن اتجاه مستويات الربح نحو الانخفاض الرأسي الملحوظ يعكس تزايد الانعكاسات السلبية لتضخم المصروفات على الموقف الربحي للشركة؛ علما بأن الفرق بين مجمل الربح كمستوى ربحي وبين صـ.افي ربـ.ح التشغيل كمستوى ربحي أقل يتمثل في كل من المصـ.روفات البيعية والإدارية ومجمع الإهلاك، في حين أن الفـ.رق بـ.ين صافي ربح التشغيل كمستوى وبين صافي ربـ.ح التشـ.غيل كمستوى ربحي أقل يتمثل فـ.ي كـ.ل مـ.ن فوائـ.د التمويـ.ل والضرائب. ويمكن تحليل ذلك من خلال محتويات الجـ.دول التالي:

جدول رقم (٢٦)

بيان بتحليل مستويات الأرباح للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـ . ـان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي مبيعات	١١٠٠٠	١٠٠	١٠٠٠٠	٩١	٨٠٠٠	٧٢
مجمل ربح	٤٩٥٠	١٠٠	٤٢٦٠	٨٦	٣٤٦٠	٧٠
(-)						
صافي ربح التشغيل	١١١٠	١٠٠	٦٨٠	٦١	٢٦٠	٢٣
=						
قيمة الانخفاض	٣٨٤٠	-	٣٥٨٠	-	٣٢٠٠	
معدل الانخفاض %	%٧٨	-	%٨٤	-	%٩٢	
صافي ربح التشغيل	١١١٠	-	٦٨٠	-	٢٦٠	-
-						
صافي ربح قابل للتوزيع	٦٣٠	-	١٠٥	-	(٤٠٠)	-
=						
مقدار الانخفاض	٤٨٠	-	٥٧٥	-	(٦٦٠)	-
معدل الانخفاض %	%٤٣	-	%٨٥	-	%٢٥٤	-

وبالتعمق في محتويات الجدول السابق يتأكد لنـا النتـائج التالية:

١- إن انخفاض قيمة صافي ربح التشغيل عـن قيمـة مجمل الربح يعكس قيمة ومعدل انخفاض جـوهري ومتزايد، الأمر الذي يؤكد أن العناصـر التكاليفيـة والمحصورة بينهما والمتمثلة في المصروفات البيعية والإدارية ومجمع الإهلاك تلعب دورا سلبيا ملموسا، على صافي ربح التشـغيل الأمـر الـذي يسـتلزم ضرورة تحليلها للوقوف على تأثيرها النسبي وذلـك من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٧)

بيان بتحليل مصروفات التشغيل بالشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيـان	قيمة	%	قيمة	%	قيمة	%
مصروفات بيعية	٢١٠٠	%٥٥	١٦٥٠	%٤٦	١٢٠٠	%٣٨
مصروفات إدارية	١٥٠٠	%٣٩	١٦٠٠	%٤٥	١٦٠٠	%٥٠
مجمع إهلاك	٢٤٠	%٦	٣٣٠	%٩	٤٠٠	%١٢
إجمالـي	٣٨٤٠	%١٠٠	٣٥٨٠	%١٠٠	٣٢٠٠	%١٠٠

يتبين من محتويات الجدول السابق أن المصروفات البيعية تمثل الوزن النسبي الأكبر من جملة مصـ.روفات التشـ.غيل خلال عامي ١٩٨٧، ١٩٨٨، في الوقت الذي اختلـ.ف فيـ.ه الموقف خلال عام ١٩٨٩ وذلـ.ك بزيـ.ادة الـ.وزن النسـ.بي للمصروفات الإدارية. ولكنه بملاحظة قيم المصروفات يتأكد أن المصروفات البيعية تتجـ.ه نحـ.و الانخفـ.اض ارتباطـً.ا بالانخفاض في قيمة المبيعات السنوية، في الوقت الذي يرتبط فيه هذا الانخفاض المـ.ذكور أخيـ.را باتجـ.اه المصـ.روفات الإدارية نحو التزايد في قيمتها.

٢- إن انخفاض قيمة صافي الربح القابل للتوزيع عـ.ن قيمة صافي ربح التشـ.غيل يعكـ.س قيمـ.ة ومعـ.دل انخفاض جوهري ومتزايد بشكل خطير، الأمر الذي يؤكد أن فوائد التمويل تلعب دورا سلبيا ملموسا على انخفاض صافي الربح القابل للتوزيع وذلـ.ك علـ.ى اعتبار أن الضرائب ذات المعدل الثابت تخرج عـ.ن نطاق تحكمنا وتحكم إدارة الشركة.

ومن المؤكد أن النتيجة المستخلصة هذه تعكس أمرا منطقيا من خلال اتجاه قيمة المبيعات نحو الانخفاض

مع اتجاه إدارة الشركة نحو زيادة قيمة اس.تثماراتها وتمويل تلك الزيادة بمزيد من الاقتراض الإضافي.

٣- إن اتجاه المبيعات نحو الانخفاض مع اتجاه صد.افي الربح القابل للتوزيع نحو الانخفاض الشديد وتحـ.ول قيمته إلى خسارة في العام الأخير يؤكد الانخف.اض الشديد في ربحية المبيعات؛ وذلك كنتيجة حتمية لعدم قدرة الشركة على السيطرة على عناصر التكاليف.

(ب) تحليل ربحية الأصول:

الواقع إننا ولتحليل ربحية الأصول نس.تخدم ع.ددا مـ.ن المؤشرات المالية وهي:

١- القوة الإيرادية Eraning power

$$= \frac{\text{صافي ربح التشغيل}}{\text{إجمالي الأصول المرتبطة بالنشاط}} \times ١٠٠$$

ونقصد بمقام المؤشر وهو إجمالي الأصـ.ول المرتبط.ة بالنشاط إجمالي الأصول بعد اس.تبعاد الأصـ.ول المـ.ؤجرة للغير، والأصول التي تعكس استثمارات فرعيـ.ة لا تـ.رتبط بالنشاط الرئيسي للمنشأة موضع التحليل؛ مثل الاستثمار فـ.ي

الأوراق المالية. ومن المنطقي أن نعتمد فـي حسـاب هـذا المؤشر على كل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل بعـد إعادة تجهيزهما لخدمة أغراض التحليل، ويمكن حسابه مـن خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٨)

بيان بتحليل القوة الإيرادية للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيـان	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي ربح التشغيل	١١١٠	١٠٠	٦٨٠	٦١	٢٦٠	٢٣
÷						
إجمالي الأصول المرتبطة بالنشاط	٥٤٥٠	١٠٠	٦٧٣٣	١٢٤	٨٦٨٣	١٥٩
نتيجة المؤشر %	**%٢٠**		**%١٠**		**%٣**	

وتؤكد نتائج المؤشر الانخفاض الشديد في القوة الإيرادية للشركة (ص) من خلال المؤشر نحو الانخفاض الشديد نتيجة لاتجاه صافي ربح التشغيل نحو الانخفاض مع اتجاه إجمالي الأصول المرتبطة بالنشاط نحو التزايد، الأمر الذي يؤكد عدم سلامة قرارات إدارة الشركة والمتعلقـة بـإقرار توسـعات استثمارية غير مدروسة.

٢- معدل العائد على الاستثمار:

$$\frac{\text{صافي أرباح قابلة للتوزيع}}{\text{صافي مبيعات}} \times \frac{\text{أصول مبيعات}}{\text{إجمالي أصول}}$$

يطلق على هذا المؤشر نظام ديبونـت Du pont System حيث يعتمد على التوصل إلى معدل العائد علـى الاسـتثمار كنتيجة أو محصلة للتفاعل المنطقي بين كـل مـن ربحيـة المبيعات ومعدل دوران إجمالي الأصول.

والواقع إن هذا المؤشر على هذه الصورة يفيد كثيرا فـي عدة أغراض؛ منها اسـتخدامه كمؤشـر رقـابي، وكـذلك مساهمته الفعالة في تسهيل مهمة الباحث المتصـدي للتقيـيم والإصلاح. وسوف نطبق هذا المؤشر كما يلي:

جدول رقم (٢٩)

بيان بتحليل معدل العائد على الاستثمارللشركة (ص)

سنـ ـوات / بيـ ـ ـان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
صافي أرباح قابلة للتوزيع	٦٣٠	١٠٥	(٤٠٠)
÷			
صافي مبيعات	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
ربحية المبيعات %	%٥,٧٣	%١,٠٥	%٥ -
صافي مبيعات	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
÷			
إجمالي أصول	٥٥١٠	٦٨٨٣	٨٦٨٣
معدل دوران (مرة)	٢ مرة	١,٥ مرة	٠,٩ مرة
نتيجة المؤشر %	%١١,٥	%١,٦	% ٠,٥٤ -

وبالتحليل الأفقي يتبين أن معدل العائد على الاستثمار بدأ بشكل مقبول ثم اتجه نحو التدهور الشديد حتى ظهر في صورة سالبة في عام ١٩٨٩.

أما فيما يتعلق بالتحليل الرأسي فنجد أن انخفاض معدل العائد على الاستثمار يرجع إلى التفاعل السلبي لكل من انخفاض ربحية المبيعات وانخفاض معدل الأصول، الأمر الذي يؤكد أن الشركة (ص) قد وصلت إلى أقصى حالات التدهور.

(ج) تحليل ربحية رأس المال:

* معدل العائد على حقوق الملكية

$$= \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع}}{\text{حقوق الملكية} - \frac{1}{2}\ \text{الأرباح المحتجزة للسنة المنتهية}}$$

يقيس هذا المؤشر مدى نجاح إدارة الشركة في الوفاء بالجزء الأساسي من عقد الوكالة، والمتمثل في تحقيق معدل عائد مقبول على أموال المساهمين يتمشى مع توقعاتهم ومع معدل العائد المرتبط بطبيعة النشاط.

وفيما يتعلق بمقام المؤشر والذي يمكن أن نطلق عليه – حق الملكية المعدل – والواجب استخدامه عند تحليل الربحية فقط، حيث إن حق الملكية يتكون من ثلاثة عناصر هي رأس المال المدفوع – الاحتياطيات – الأرباح المحتجزة.

وهنا نجد أن الأرباح المحتجزة لم تتحقق كلها في بداية العام، كما أنها لم تتحقق في نهاية العام، وعلى ذلك كان من المنطقي أن نستخدمها كمتوسط.

هذا ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال تكوين الجدول التالي:

جدول رقم (٣٠)

بيان بتحليل معدل العائد على حقوق الملكية للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيان	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي ربح قابل للتوزيع	٦٣٠	١٠٠	١٠٥	١٧	(٤٠٠)	(١٦٣)
حق ملكية معدل	٢٥٨٣,٥	١٠٠	٢٣٩١,٥	٩٣	٢٩١,٥	٨٩
نتيجة المؤشر %	٢٤%		٤%		– ١٧,٥%	

يتبين أن معدل العائد على حقوق الملكية بدأ عام ١٩٨٧ بقيمة مرتفعة ثم اتجه إلى التدهور بشكل حاد حتى تحول إلى معدل سالب القيمة خلال عام ١٩٨٩ ويرجع ذلك الاتجاه إلى

انخفاض صافي أرباح التوزيع بمعـدل أكبـر مـن درجـة انخفاض حقوق الملكية.

(د) تحليل مقدرة الربحية على سداد الالتزامات:

تهدف هذه الجزئية التحليلية إلى تحديد مدى قدرة الشركة على سداد الأعباء المالية الثابتة، والتي يمكن حصرها فـي فوائد الديون والإيجارات المستحقة، ونظرا للأهمية النسـبية المتزايدة للأعباء المتعلقة بفوائد الديون لارتباطها بالمخاطرة المالية التي تتعرض لها الشركة، فقد اتفـق علـى اسـتخدام مؤشرين ماليين يخصص أولهما لفوائد الديون بمفردها، وأما ثانيهما فيتضمن الإيجارات المستحقة إلى جانب فوائد الديون:

١- عدد مرات تغطية الفوائد (مرة).

$$= \frac{\text{صافي الدخل المتاح لسداد الفوائد}}{\text{الفوائد}}$$

$$= \frac{\text{صافي ربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الفوائد}}$$

يقيس هذا المؤشر عدد المرات التي يمكن فيهـا تغطيـة الفوائد من صافي الدخل المتاح لسدادها، وبمفهوم آخر يقيس

هذا المؤشر المدى الذي يمكن أن تنخفض إليه أرباح الشركة دون تعرضها لمواقف مالية حرجة نتيجة لعدم قدرتها علـى سداد فوائد الديون ويمكن حسابه من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٣١)

بيان بتحليل عدد مرات تغطية الفوائد للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي ربح قبل الفوائـد والضرائب	١١١٠	١٠٠	٦٨٠	٦١	٢٦٠	٢٣
÷	÷		÷		÷	
الفوائد	٢١٠	١٠٠	٥٣٠	٢٥٢	٦٦٠	٣١٤
نتيجة المؤشر (مرة)	٥,٣ مرة		١,٣ مرة		٠,٤ مرة	

يتبين أن عام ١٩٨٧ ارتبط بدرجة عالية مـن التغطيـة وانخفاض احتمالات تعرض الشركة لمواقف حرجة، ثم اتجه الموقف إلى التدهور الشديد إلى أن وصل إلى الحد الأقصى للتدهور خلال عام ١٩٨٩ حيث إن قيمة الدخل المتاح لسداد الفوائد تقل عن نصف قيمة الفوائد المطلوب سدادها، ويرجع هذا الاتجاه السلبي إلى انخفاض الـدخل المتـاح بمعـدلات

مرتفعة، في حين اتجهت قيمة الفوائد إلى التزايد بمعـدلات أكبر.

٢- عدد مرات تغطية الأعباء الثابتة (مرة).

$$= \frac{\text{الدخل المتاح لسداد الأعباء الثابتة}}{\text{الأعباء الثابتة}}$$

$$= \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب + الإيجارات المستحقة}}{\text{الفوائد + الإيجارات المستحقة + احتياطي سداد القروض طويلة الأجل}}$$

ومن الواضح أن هذا المؤشر يقيس عدد المـرات التـي يمكن فيها تغطية الأعباء الثابتة من صافي الـدخل المتـاح لسدادها. ويعتقد أن مقام المؤشر يحتـاج إلـى مزيـد مـن التوضيح حيث إن [١]:

من المتفق عليه أن فوائد الديون والإيجـارات المسـتحقة تمثل مصروفات ينبغي خصمها من الدخل قبل الضريبة؛ لذا فإن المنشأة في حاجة إلى قدر من صافي الربح قبل الضريبة مساويا لتلك الأعباء حتى يمكن تغطيتها بالكامل، أما بالنسبة

---

(1) دكتور منير صالح هندي، **الإدارة المالية: مدخل تحليلـي معاصـر.** الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، الطبعة الثانية، ١٩٨٩) ص٦٢.

لاحتياطي سداد القروض فإنه لا يعكس مصروفًا ولا يـ.ؤثر بالتالي على الضرائب المستحقة، وحيـ.ث إن الهـ.دف مـ.ن استخدام المعدل المشار إليه هو قياس مدى قدرة الشركة على تغطية الأعباء الثابتة من صافي الربح قبل الضـ.ريبة فـ.إن الأمر يتطلب تعديل رقم احتيـ.اطي قبـ.ل الضـ.ريبة وذلـ.ك باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{الاحتياطي قبل الضريبة} = \frac{\text{الاحتياطي المطلوب لسداد القرض}}{\text{١ – معدل الضريبة}}$$

وحيث إن قيمة هذا الاحتياطي في الشـ.ركة (ص) ٣٠٠ ألف جنيه اقتراضا، وأن معدل الضريبة ٣٠% فإن:

$$\text{قيمة الاحتياطي قبل الضريبة} = \frac{٣٠٠}{٠,٧٠} = \text{٤٢٩ ألف جنيه}$$

وأما فيما يتعلق بالإيجارات المستحقة في الشـ.ركة (ص) فتمثل جزءا من خصومها المستحقة حيث بلغت قيمتهـ.ا ١٥، ٥، ٣٠ ألف جنيه للسنوات الثلاث على التوالي، وعلى ذلـ.ك يمكن حساب هذا المؤشر من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٣١)

بيان بتحليل عدد مرات تغطية الفوائد للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيـ . ـان	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي ربح قبل الفوائد والضرائب + الإيجارات المستحقة	١١٢٥	١٠٠	١١١٤	٩٩	٧١٩	٦٤
÷						
الأعباء الثابتة	٦٥٤	١٠٠	٩٦٤	١٤٧	١١١٩	١٧١
نتيجة المؤشر (مرة)	١,٧ مرة		١,٢ مرة		٠,٦ مرة	

يتأكد أيضا اتجاه الموقف نحو التـ ـدهور الملحـ ـوظ فيمـ ـا يتعلق بقدرة الشركة (ص) على امتلاك درجة مناسـ ـبة مـ ـن الأمان المالي، ويرجع هذا الاتجاه السلبي إلى تناقص الـ ـدخل المتاح لسداد الأعباء الثابتة وبمعدلات كبيرة في الوقت الذي اتجهت فيه الأعباء الثابتة إلى التزايد الكبير في قيمتها، والذي يحرص بالدرجة الأولى إلى تزايد الأعباء الثابتـ ـة المتعلقـ ـة بفوائد الديون.

التحليل الشامل
للقرارات والنتائج المالية

إن تحليل عناصر المركز المالي الأربعة كل على حـ.دة، وذلك من خلال تطبيق برنامج التحليل المصممة لخدمة هـ.ذه الاتجاهات، قد حدد لنا بالكثير من الوضوح حقيقة الموقـ.ف المالي للشركة موضع التطبيق، إلا أن المحلل المالي الغيـ.ر متمرس سوف يواجه الكثير من المصاعب وضرورة بـ.ذل الكثير من الجهد في سبيل ربط نتائج تطبيق كـ.ل برنـ.امج فرعي مع نتائج البرامج الأخرى، حيث سبق أن ذكرنـ.ا أن العناصر الأربعة هي في الواقع عناصر لمركز مالي واحد لا يمكن تجزئته، وبالتالي أصبحت الحاجة ملحة إلى اسـ.تخدام أسلوب مبسط ومختصر يمكن أن يعطي لنـ.ا نتـ.ائج أكثـ.ر شمولاً، حيث يتمثل هذا الأسلوب في استخدام قائمة المصادر والاستخدامات، والذي يعالج الكثير من الانتقادات التي توجه إلى الاعتماد على الميزانية العموميـ.ة كمصـ.در للبيانـ.ات المستخدمة في تنفيذ البرنامج التحليلي المفصل، حيث إن هذه الميزانية تعبر عن موقف لحظي، وتعطـ.ي نتـ.ائج تحليليـ.ة

ساكنة، ومن المؤكد أنه من غير المنطقي أن يتم تقييم شـ ـيء ما في وقت لا يتحرك فيه، ولكل ذلك يـ ـتم الاعتمـ ـاد علـ ـى الأسلوب المذكور لنتمكن من تقييم المركز المـ ـالي للمنشـ ـأة خلال فترة زمنية (قد تكون سنة مالية أو أكثر) وهي في حالة من الحركة الدائمة.

إن القائمة المستخدمة هنا، والتي يمكن أن يطلـ ـق عليهـ ـا أيضا قائمة الزيادة والنقص.

Increase – Decreas Statement or source and application o Funds Statement.

والتي يتم تكوينها من خلال التغيرات بين البنود المتقابلـ ـة لقائمتي المركز المالي للمنشأة لسـ ـنتين متتـ ـاليتين، أو غيـ ـر متتاليتين، ونصف هذه التغيرات إلى مصادر واستخدامات.

والواقع إن أعداد هذه القائمة التحليلية المسـ ـتخدمة هذـ ـا يساعد المحلل المالي على الإجابة عن التساؤلات التالية:

- كيف تم تدبير مصادر التمويل بالتفصيل؟
- كيف تم استخدام الأموال بالتفصيل؟

- ما مدى سلامة القرارات المالية المتعلقـة بالتمويـل والاستثمار؟ وما انعكاسات ذلك سـواء الإيجابيـة أو السلبية على النتائج المالية للمنشأة موضع التحليل؟
- هل هناك توافقـًا بـين تلـك المصـادر التمويليـة واستخداماتها من حيث الآجال الزمنيـة للاسـتحقاق تحقيقًا للقواعد العامة فـي التمويـل والمتمثلـة فـي ضرورة تطبيق منهج التغطية. في التمويل hedging approach أو كما يطلق عليه البعض مبدأ الملاءمـة؟ وما هي انعكاسات عدم التطبيق السـليم للقاعـدة أو المبدأ المذكور على النتائج المالية للمنشأة؟

ويتأكد من خلال طبيعة وشمولية التساؤلات السابقة، مدى أهمية هذه القائمة التحليلية كأداة للتحليـل الشـامل للمركـز المالي لأية منشأة.

وفي هذا المجال يلزمنا التأكيد على أن مقدار التغير سواء بالزيادة أو النقص فيما بين قيمتين متقابلتين لأحـد عناصـر الأصول أو لأحد عناصر الخصوم سـوف يعكـس نوعـا واضحا من الحركة، التي تعكس قرارا ماليا سواء كان متعلقًا بالتمويل أو الاستثمار. ويلزمنا التأكيد أيضا على أن حصول

المحلل المالي على قائمتي مركـز مـالي للمنشـأة لسـنتين متتاليتين، سوف يتيح له متابعة موقف هذه المنشـأة تحليليـا خلال سنة مالية كاملة وهي السنة الأخيرة، بمعنى أن سـنتي ١٩٨٧، ١٩٨٨ سوف يعني مباشرة أن التحليل سوف ينصب على سنة ١٩٨٨ بكاملها، فإذا افترضنا مثلاً البيانات الآتيـة لأحد المنشآت.

بيـان	سنة ١٩٨٧	سنة ١٩٨٨
	٨٧/١٢/٣١ أو ٨٨/١/١	٨٨/١٢/٣١
صافي آلات (أصول)	١٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠
قروض طويلة الأجل (خصوم)	٥٠٠٠٠	٧٠٠٠٠
صافي عملاء (أصول)	١٢٠٠٠٠	٧٠٠٠٠
قروض قصيرة الأجل (خصوم)	٦٠٠٠٠	٤٠٠٠٠

والسؤال الآن عن الطريقة التي يجب أن ننظر من خلالها إلى هذه البيانات؟

في البداية يجب أن ننظر إلى الأرصدة المقارنة لعناصـر الأصول والخصوم على أنها تعكس الموقف المقارن في بداية عام ١٩٨٨ مع الموقف في نهايته، بمعنى أن هـذه المنشـأة بدأت عام ١٩٨٨ بآلات قيمتها ١٠٠٠٠٠ جنيه وأنهت هـذا العام بآلات قيمتها ١٥٠٠٠٠ جنيه، وهكذا.

وفيما يتعلق بالتغيرات في عناصر الأصول:

نجد أن الآلات خلال عام ١٩٨٨ قد زادت قيمتها بمبلـغ ٥٠٠٠٠ جنيه أو زادت بمعدل ٥٠%، الأمر الـذي يعكـس نشاطًا استثماريا إضافيا أو استخدامات إضـافية بالقيمـة أو النسبة المذكورة. في حين أن أرصدة العملاء خـلال عـام ١٩٨٨ قد انخفضت بمبلغ ٥٠٠٠٠ جنيه أو انخفضت بمعدل ٤٢% تقريبا، ومن الواضح أن انخفاض رصيد العملاء بهذا القدر يعكس نشاطًا للتحصيل أي مصدرا للتمويل.

وعلى هذا الأساس فإن زيادة الأصول تعكس اسـتخداما للأموال أو قرارا استثماريا، في حين أن النقص فيها يعكـس مصدرا للتمويل أو قرارا تمويليا.

وفيما يتعلق بالتغيرات في عناصر الخصوم ورأس المال:

نجد أن رصيد القروض طويلة الأجل خلال عام ١٩٨٨ قد زاد ٢٠٠٠٠ جنيه أو زاد بمعدل ٤٠%، الأمر الذي يعكس مصدرا من مصادر التمويل التي تم اللجوء إليها، وبالتالي فإن أحد قرارات التمويل (طويلة الأجل) كانت في اقتراض مبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه. في حين أن رصيد القروض قصيرة الأجل قد انخفض بمبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه خلال عام ١٩٨٨، أو انخفض بمعدل ٣٣% تقريبا، الأمر الذي يعكس نشاطاً لاستخدام الأموال، حيث قررت المنشأة سداد جزء من ديونها قصيرة الأجل لينخفض رصيدها الدائن بمعدل ٣٣%.

ومن هنا فإن زيادة الخصوم ورأس المال تعكس قرارات تمويلية (مصادر تمويل) في حين أن النقص فيها يعكس قرارات استثمارية تتعلق باستخدام الأموال.

وعلى ذلك يمكن تصوير الشكل النهائي لقائمة المصادر والاستخدامات كما يلي:

استخدامات الأموال	مصادر الأموال
– الزيادة في عناصر الأصول	– الزيادة في عناصر الخصوم ورأس المال
– النقص في عناصر الخصوم ورأس المال	– النقص في عناصر الأصول

وبعد إيجاد جميع التغيرات بين بنود القائمتين يتم تصنيفها في صورة مصادر للأموال واستخدامات لها لكي يتم إعداد القائمة التحليلية بالصورة الموضحة.

وعلى هذا الأساس يوضح جانبها الأيسر جملة مصادر التمويل خلال العام، وكيفية تدبيرها بشكل تفصيلي، وكذلك يوضح جانبها الأيمن جملة استخدامات الأموال خلال العام، وكيفية توزيعها على عناصرها المختلفة بشكل تفصيلي، الأمر الذي يمكن المحلل المالي من إبداء الرأي عن مدى سلامة كل من القرارات المالية المتعلقة بالتمويل، وكذلك تلك القرارات المالية المتعلقة بالاستثمار.

وفي هذا المجال فإننا نؤكد على أن تعظيم قيمة الاستفادة من هذه القائمة، يحتم ضرورة تصنيف التغيرات الممثلة لجانب مصادر التمويل حسب تواريخ الاستحقاق فيما بين طويلة وقصيرة الأجل أو الدائمة والمؤقتة، وكذلك ضرورة تصنيف تلك التغيرات الممثلة لجانب استخدامات الأموال حسب آجال استثمارها فيما بين طويلة وقصيرة الأجل، وإجراء المقابلة فيما بين جانبي القائمة بأقسامها الأربعة، ولتحديد مدى تطبيق المنشأة موضع التحليل لمنهج التغطية

في التمويل، والانعكاسات المتوقعة علـى النتـائج الماليـة. ولمزيد من التوضيح وبالرجوع إلى المثال السـابق وعلـى افتراض جدلي بأن العناصر الأربعـة والمكونـة للميزانيـة العمومية للمنشأة هي فقط كل مكوناتها فيمكن إجراء الآتي:

استخدامات	مصادر
استخدامات طويلة الأجل (دائما) ٥٠٠٠٠ شراء آلات جديدة (٢١%)	مصادر طويلة الأجل (دائمة) ٢٠٠٠٠ اقتراض إضافي طويل الأجل (٢٩%)
استخدامات قصيرة الأجل (مؤقتة) ٢٠٠٠٠ تسديدات قروض قصيرة الأجل (٢٩%)	مصادر قصيرة الأجل (مؤقتة) ٥ تحصيلات من العملاء (٧١%)
٧ إجمالي استخدامات	٧ إجمالي مصادر

وبتحليل محتويات هذه القائمة المبسطة يتبين أن المنشأة لم تطبق منهج التغطية في التمويل، حيث يشير السهم الموضح إلى اتجاه الخطأ التطبيقي، حيث تم تمويل استخدامات طويلة الأجل، بمصادر قصيرة الأجل بمقدار ٣٠٠٠٠ جنيه، نظـرا لعدم كفاية مصادر التمويل طويلة الأجل لتمويل ما يقابلها من استخدام طويل الأجل، الأمر الذي يعكس أثره السلبي علـى

موقف السيولة في المنشأة، وقد يرجع ذلك إلـى خطـأ فـي قرارات التمويل أو خطأ في قرارات الاستثمار أو في كليهما، الأمر الذي يتضح تماما عند تطبيق البرنامج التحليلي بكامله على البيانات الخاصة بالشركة أو المنشأة موضع التحليـل، ولكن ولأغراض التبسيط يمكننا إعادة النظر في محتويـات القائمة المبسطة لهذه المنشأة الافتراضية، يمكننا أن نتصـور أن المنشأة موضع التحليل تمارس نشاطًا تجاريا، فـيمكن أن نحدد أن الخلل بدأ من عدم سلامة قـرارات الاسـتثمار أو استخدام الأموال، حيث إن استخداماتها والمتمشية مع طبيعة هذا النشاط كان يجـب أن توجـه بالدرجـة الأولـى إلـى استخدامات قصيرة الأجل وبدرجة أقل إلـى الاسـتخدامات طويلة الأجل. في الوقت الذي يتبين فيه سـلامة قراراتهـا التمويلية.

أما إذا كانت المنشأة المذكورة تمارس نشـاطًا صـناعيا فيختلف الأمر، حيث إن هيكل الاسـتخدامات هـذا يعكـس قرارات استثمارية سليمة، وتكمن المشـكلة فـي قـرارات التمويل الذي تعكس خللاً في هيكلها التمـويلي مـن خـلال قرارات تمويلية خاطئة... وهكذا.

ويعاب على استخدام هذا الأسلوب التحليلي أنه من غيـ.ر الممكن عمليا تخصيص مصـ.ادر تمويـ.ل بـ.ذاتها لتمويـ.ل استخدامات بذاتها، إلا أنه يبقى من الأمور المفيدة الوصـ.ول إلى حالة من التناسق بين استحقاقات كل من مصادر الأموال واستخداماتها. ونعرض فيما يلي تطبيقًا للمفـ.اهيم المـ.ذكورة على القوائم المالية المتاحة للشركة موضع التطبيـ.ق علـ.ى أساس القيام بدراسة تحليلية لسنتين فقط وهما ١٩٨٨، ١٩٨٩ وذلك على الوجه الآتي:

* إعداد قائمة التغيرات التمهيدية كما يلي جدول رقم (٣٣)

سنوات بيـان	٨٧/١٢/٣١	٨٨/١٢/٣١	قيمة التغير	طبيعة التغير	٨٧/١٢/٣١	٨٨/١٢/٣١	قيمة التغير	طبيعة التغير
الأصول	١٥٠٠	١٥٠٠	–	–	١٥٠٠	١٥٠٠	–	–
أراضي	١٩٣٠	٢٤٨٣	٥٥٣	استخدام ط	٢٤٨٣	٢٧٨٣	٣٠٠	استخدام ط
صافي أ ثابتة	٥١٠	٩٠٠	٣٩٠	استخدام ق	٩٠٠	١٣٣٥	٤٣٥	استخدام ق
مخزون	٧٨٠	٩٠٠	١٢٠	استخدام ق	٩٠٠	١٩٠٠	١٠٠٠	استخدام ق
صافي عملاء	١٢٠	٥٠٠	٣٨٠	استخدام ق	٥٠٠	٤٠٠	(١٠٠)	استخدام ق
أوراق قبض	٦٠	١٥٠	٩٠	استخدام ق	١٥٠	–	(١٥٠)	استخدام ق
أ. مالية	٣٢٠	٢٠٠	(١٢٠)	مصدر ق	٢٠٠	١٠٠	(١٠٠)	مصدر ق
نقدية	١٠٠	٦٠	(٤٠)	مصدر ط	٦٠	٥٠٠	٤٤٠	مصدر ط
– مشـروعات تحـت								
التنفيذ	٩٠	١٥٠	٦٠	استخدام ق	١٥٠	١٦٥	١٥	
مخزون مستعيد	١٠٠	٤٠	(٦٠)	مصدر ق	٤٠	–	(٤٠)	استخدام ق
مصروفات مقدمة								مصدر ق

تابع جدول رقم (٣٣)

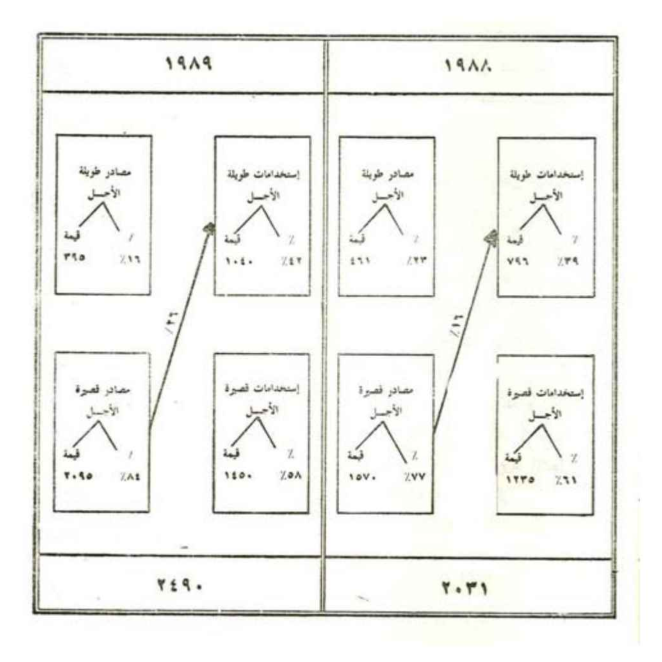
سنوات / بيـ . ان	٨٧/١٢/٣١	٨٩/١٢/٣١	قيمة التغير	طبيعة التغير	٨٧/١٢/٣١	٨٩/١٢/٣١	قيمة التغير	طبيعة التغير
الخصوم ور. م								
ر. م مدفوع	٢٠٠٠	٢٠٠٠	–		٢٠٠٠	٢٠٠٠	–	
احتياطيات	٥٠٠	٣٠٠	(٢٠٠)	استخدام ط	٣٠٠	٢٠٠	(١٠٠)	استخدام ط
أرباح محتجزة	١٦٧	١٨٣	١٦	مصدر ط	١٨٣	١٨٣	–	–
قروض طويلة	٧٠٠	١١٠٥	٤٠٥	مصدر ط	١١٠٥	١٥٠٠	٣٩٥	مصدر ط
سندات	٢٤٣	٢٠٠	(٤٣)	استخدام ط	٢٠٠	–	(٢٠٠)	استخدام ط
محقق ضرائب	٣٠	–	(٣٠)	استخدام ق	–	٢٠	٢٠	مصدر ق
خصوم مستحقة	١٧٠	١٠٥	(٦٥)	استخدام ق	١٠٥	٢٩٧	١٩٢	مصدر ق
دائنون	٩٠٠	١٠٠٠	١٠٠	مصدر ق	١٠٠٠	١٥٠٠	٦٠٠	مصدر ق
أوراق دفع	٥٠٠	٤٠٠	(١٠٠)	استخدام ق	٤٠٠	١٠٠٠	٦٠٠	مصدر ق
خصوم قصيرة الأجل	٣٠٠	١٥٩٠	١٢٩٠	مصدر ق	١٥٩٠	١٩٨٣	٣٩٣	مصدر ق

واعتمادا على القائمة السابقة والتي توضح طبيعة كل عنصر من عناصر التغيرات سواء من حيث كونه مصدرا للأموال أو استخداما لها، وكذلك الأجل المرتبط به، يمكننا إعداد قائمة المصادر والاستخدامات لسنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩ على الوجه الآتي:

جدول رقم (٣٤)

بيان بقائمة المصادر والاستخدامات للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)



توضح هذه القائمة بالطريقة التي صممت بها أن الشـ.ـركة (ص) تعاني من أوجه القصور والتي يمكن حصـ.ـرها فيمـ.ـا يلي:

١- عدم كفاءة الإدارة في اتخاذ القـ.ـرارات التمويليـ.ـة، وذلك من حيث اختلال هيكل المصادر والذي يتكون بدرجة كبيرة ومتزايدة من مصادر التمويل قصـ.ـيرة الأجل مقارنة بمصادر **التمويل طويلة الأجل.**

٢- عدم كفاءة الإدارة في اتخاذ القرارات الاسـ.ـتثمارية من حيث اختلال هيكل الاستخدامات، والذي يتكون بدرجة كبيرة من الاستخدامات طويلة الأجل الأمـ.ـر الذي يتعارض مع طبيعة النشاط الصناعي للشركة، وما لذلك من انعكاسات سلبية على كل مـ.ـن الأداء المالي والنتائج المالية للشركة.

٣- عدم سلامة الهيكل المالي للشركة من حيـ.ـث عـ.ـدم التوافق السابق ذكره بين كل من القرارات التمويلية والقرارات الاستثمارية، والذي يمكن التعبير عنه من خلال عدم تطبيق الشـ.ـركة لمـ.ـنهج التغطيـ.ـة فـ.ـي التمويل، حيث توضح القائمة عدم كفايـ.ـة مصـ.ـادر

التمويل طويلة الأجل المنخفضة في وزنها النسـبي لتمويل الاستخدامات طويلة الأجل المنخفضة أيضـا في وزنها النسبي، الأمر الذي يبرز مدى الانخفاض في الوزن النسبي لمصادر التمويل طويلة الأجـل، هذا بالإضافة إلى تضخم الوزن النسـبي لمصـادر التمويل قصيرة الأجل بالشـكل الـذي لـم يمكـن الاستخدامات قصيرة الأجل من مواجهتها، ويمكـن تلخيص كل ما سبق في عدم تطبيق الشركة لمـنهج التغطية في التمويل من خلال تمويلها الاسـتخدامات طويلة الأجل بمصادر تمويل قصيرة الأجل بمعـدل ١٦%، ٢٦% من قيمتهـا لسـنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩ على التوالي.

خامسا

إعداد التقرير النهائي

يمكننا تصوير التقرير النهائي على النحو التالي:

جدول رقم (٣٥) التقرير النهائي عن نتائج تحليل المركز المالي للشركة (ص)

<table>
<tr>
<td>قرارات الاستثمار:
• التوسعات غير الاقتصادية في الاستثمارات الثابتة والعاملة (الجارية) والتي ارتبطت بالانخفاض الشديد في المبيعات وما ينتج عن ذلك من عدم سلامة هيكل رأس المال المستثمر وانخفاض كفاءة إدارة الأصول.
• انخفاض الرصيد النقدي وما يرتبط به من عدم منطقية الاحتفاظ بالاستثمارات في الأوراق المالية.
• تضخم أرصدة المخزون وارتباط ذلك باتجاه المبيعات نحو الانخفاض.
• تضخم حجم الاستثمارات في الحسابات المدينة وارتباط ذلك بانخفاض المبيعات.</td>
<td></td>
<td>قرارات التمويل:
• اختلال الهيكل التمويلي للشركة من خلال المبالغة في الاعتماد على التمويل بالديون قصيرة الأجل.
• ارتباط الشركة بدرجة عالية من المخاطر المالية مع درجة عالية من مخاطر الأعمال ووقوع الشركة تحت دائرة التأثير السلبي العنيف لهذه المخاطر من خلال الانخفاض الشديد في المبيعات.
• اختلال الهيكل المالي للشركة.</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="3">إدارة الأصول:
• عدم كفاءة الشركة في إدارة رأس المال المستثمر.
• عدم كفاءة الشركة في إدارة الأصول الثابتة.
• عدم كفاءة الشركة في إدارة رأسمالها العامل على المستوى الإجمالي وعلى المستوى التفصيلي لعناصره الفرعية (النقدية – الأوراق المالية – الحسابات المدينة – المخزون).</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="3">النتائج المالية:
• ارتباط الشركة بحالة العسر المالي الفني بكامل أبعاده الثلاثة كنتيجة حتمية لعدم سلامة قرارات التمويل وقرارات الاستثمار.
• تحقيق الشركة لخسائر في أعمالها كنتيجة حتمية لعدم قدرة الإدارة على السيطرة على تكاليف التشغيل وخاصة في ما يتعلق بالتكاليف الإدارية والبيعية هذا بالإضافة إلى تضخم الفوائد التمويلية مع عدم قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها الثابتة.</td>
</tr>
</table>

الفصل الثالث

الإطار التطبيقي للبدائل المتاحة

لمواجهة الفشل المالي

أولاً: برنامج الإصلاح المالي.

ثانيا: برنامج التصفية.

أولاً

برنامج الإصلاح المالي

الواقع إن هذا الفصل الأخير من الكتـاب يهـدف إلـى صياغة الفروض البحثية المكونة للبدائل لمواجهـة مشـكلة الفشل المالي ومحاولة الخروج منها – هذا بالإضـافة إلـى اختبار مدى صحة هذه الفروض بعد صياغتها. كل ذلك بعد أن تمكنا من خلال تطبيق برنامجنا التحليلي المقتـرح علـى القوائم المالية للشركة (ص) موضع البحث والتحليل، الأمـر الذي تمكنا من خلاله من تحديد الأبعـاد المختلفـة لمشـكلة الشركة المذكورة، ومن المنطقي أن الحالة التي تأكـدنا مـن وجودها سوف تعكس ضغوطا كبيرة علـى إدارة الشـركة، وذلك من مصادر عديدة، سواء كانت بنـوك أو دائنـين أو مساهمين... إلخ. حيث يكون لكل جهة من الجهات المذكورة مشاكلها وإجراءاتها الخاصة في التعامل مع الشركة، حيـث تضغط البنوك الدائنة للحصول على ديونها المستحقة لـديها، واضطرها الأمر إلى اتخاذ الإجراءات القانونية لبيع أصولها، في حين يمارس الموردين ضغوطهم على الشركة من خلال

وقف توريد الخامات المطلوبة الأمر الذي يؤدي إلى وقـ.ف نشاطها ومن ثم وقف البيع والربحية، ولا يفوتنا التنويه إلـ.ى إمكانية امتناع المدينين عن سداد التزاماتهم تجـ.اه الشـ.ركة، نتيجة لمعرفتهم بحالتها المالية المتدهورة.

وأخيرا فإن حملة الأسهم أو أصـ.حاب الشـ.ركة والـ.ذين يتهددهم احتمالات إشهار إفلاسها وبيع أصولها وفاء لـ.ديون البنوك والموردين.

ومن المنطقي أن يتجه برنامج الإصلاح المقتـ.رح إلـ.ى مواجهة الضغوط المذكورة بهدف كسب بعض الوقت الـ.ذي يمكن خلاله اسـ.تعادة الشـ.ركة لثقـ.ة البنـ.وك والمـ.وردين والمساهمين وكذلك العملاء، وهنا يرى أحـ.د [١] الكتـ.اب أن هناك عدد من الإرشادات التي يمكن أن تهتـ.دي بهـ.ا إدارة الشركة التي تواجه مشكلة الفشل المالي والتي منها:

---

(1) د. محمد عفيفي حمودة، تحليل القرارات والنتائج المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٨٦) ص١٩٩.

١- العمل بأسرع ما يمكن على تحديد الخسائر التي يمكن أن يتحملها الموردين والبنوك وحملة الأسهم في ظل أسوأ الظروف التي يمكن حدوثها.

٢- حصر جميع مخاوف الإدارة ودراسة كيفية التعامل مع كل منها بدلاً من ضياع الوقت في استجداء الدائنين.

٣- إخطار الدائنين بأن الشركة تواجه مصاعب نقدية ومشاكل مالية إلا أنها قادرة على علاجها مع إقناعهم بأهمية بقاء واستمرار الشركة.

٤- المبادرة بإعداد برنامج علاجي مكتوب تقدمه الشركة لكل الأطراف المعنية بالأزمة النقدية حيث يجب أن يتضمن هذا البرنامج على الأقل ما يأتي:

٤/١: برنامج تخفيض المصروفات.

٤/٢: برنامج زيادة التدفقات النقدية.

٤/٣: التغيرات المرتقبة في الإدارة والتنظيم.

٤/٤: مركز مالي وحساب أرباح وخسائر تقديري.

٥/٤: خطة قصيرة الأجل لنشاط الشركة وأخرى طويلة الأجل إن أمكن ذلك.

٦/٤: شرح واف لأسباب مشاكل الشركة الداخلية منهـا والخارجية.

٧/٤: خطة زمنية لتنفيذ البرنـامج المـذكور وتحديـد الأطراف الإدارية المسئولة عن التنفيذ.

ونظرا لأن الوقت غالبا لا يكفي لتحقيق كل الإصـلاحات المذكورة دفعة واحدة. فإن هناك بنودا تعتبر أكثر إلحاحا من غيرها، خاصة من وجهة نظر البنوك والموردين والتي مـن أهمها العنصر الرابع والخاص بإعداد البرنـامج العلاجـي المكتوب.

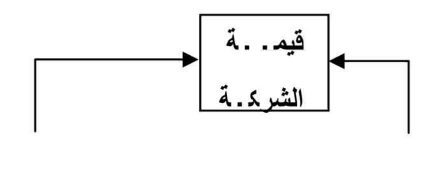
وعلى الرغم من اتفاقنا مع الاتجاه المذكور إلا أننا نـرى أن برنامج الإصلاح المالي المقترح يجب أن يتجـه بشـكل مباشر إلى العمل على تحسين قيمة الشركة.

ولكي نتمكن من عرض برنامجنا الإصـلاحي المقتـرح والذي يمكن تطبيقه بسهولة على حالات مماثلـة، فيسـتلزم الأمر عرض وتوضيح بعض الجوانب العلميـة والنظريـة والتي يتضمنها البرنامج المذكور، وذلك على الوجه التالي:

قيمة الشركة:

الواقع أن قيمة الشركة وتعظيمها يمثـ.ل الهـ.دف المـ.الي المحوري في الفكر المالي المعاصر والتي حلت محل الهدف المالي التقليدي، والمتمثل في تعظيم الربح حيـ.ث إن أبسـ.ط المفاهيم التي يمكن عرضها في هذا المجال لتوضيح الفـ.رق بين الهدفين يتمثل في أن تعظيم قيمة الشركة تعنـ.ي تعظـ.يم ربحيتها بعد إدخال عنصـ.ري المخـ.اطر والقيمـ.ة الحاليـ.ة للأرباح، ونؤكد هنا على أن جميع القـ.رارات والسياسـ.ات المالية والإدارية والتنظيمية يجب أن تتجه نحو تعظيم قيمـ.ة الشركة، وبالتالي فإن نجاح برنامج الإصلاح المالي سـ.وف يتحدد من خلال مدى نجاحه في رفع قيمة الشركة بعد تنفيذه مقارنة بقيمتها في الوضع الحالي.

ونؤكد هنا على أن قيمة أي منشأة والتـ.ي يـ.تم حسـ.ابها رياضيا سوف تمثل المحصلة النهائية للعديد مـ.ن العوامـ.ل والمؤثرات والتي يمكن توضيحها من خلال محتويات الشكل التالي:



عوامل أو مؤثرات خارجية
(تأثيرات السوق)

عوامل أو مؤثرات داخلية

تكلفة الوكالة **تكلفة الإفلاس** **سياسات مالية**

ويوضح الشكل السابق أن قيمـ . ـة الشـ . ـركة تتحـ . ـدد وفقـ . ـا للتأثيرات الخارجية والداخليـ . ـة، حيـ . ـث تعكـ . ـس المـ . ـؤثرات الخارجية تلك التأثيرات الإيجابية أو السلبية لعوامل تخـ . ـرج عن نطاق تحكم إدارة المنشأة، والتي يمكن وصفها بتأثيرات السوق، والتي يمكن أن تكون انعكاس للحالـ . ـة الاقتصـ . ـادية العامة أو انعكاس للحالة الاقتصـ . ـادية الخاصـ . ـة المرتبطـ . ـة بالنشاط الاستثماري المرتبط بنشاط الشركة أو المنشأة.

أما فيما يتعلق بالمؤثرات الداخلية والتي يمكـ . ـن وصـ . ـفها بأنها تلك المؤثرات الإيجابية أو السلبية والناتجة من كفاءة أو عدم كفاءة إدارة الشركة، والتي قمنا بحصـ . ـرها فـ . ـي ثلاثـ . ـة

عناصر: هي تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس بالإضـافة إلـى السياسات المالية المطبقة.

ونؤكد هنا على أننا سنقصـر اهتمامنـا علـى العوامـل الداخلية والتي سيدور حولها برنامجنا الإصـلاحي، وذلـك انطلاقًا من عدم إمكانية التحكم فـي العوامـل الخارجيـة، بالإضافة إلى افتراض ثبات تأثيرها على جميع المشروعات التي تعمل داخل النشـاط موضـع التحليـل، مـع وجـود مشروعات أخرى مماثلة داخل نفس النشاط تتصـف بحالـة اليسر المالي وتحقق نتائج مالية مقبولة.

وفي هذا المجال والمتعلق بتلك العوامـل أو المـؤثرات الداخلية نجد من الضروري أن نستعرض العناصر الثلاثـة المكونة لها على الوجه التالي:

(أ) بالنسبة لتكلفة الوكالة Agency Cost

لقد نشأت تكلفة الوكالة كنتيجة منطقيـة لتضـخم حجـم المشروعات وتعدد أنشطتها؛ الأمر الذي أدى إلـى انفصـال الملكية عن الإدارة، بمعنى إسناد الملاك أو المساهمين لمهمة إدارة مشروعاتهم إلى فئة من المديرين المحترفين نيابة عنهم

في مقابل حصولهم على الأجر المناسب وذلك انطلاقًا مـ.ن مبدأ التفويض، حيـ.ث يقـ.وم المـ.لاك بتفـ.ويض مـ.ديري مشروعاتهم باتخاذ كافة القرارات والتصرفات المالية بالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة مشروعاتهم والحفاظ على بقائهـ.ا في دنيا الأعمال وتحقيق مصالح كافة الأطراف.

وإلى هذا الحد من المناقشة فإن تكلفـ.ة الوكالـ.ة سـ.وف تتحصر في جملة ما تتقاضاه إدارة المشروع من مبالغ نقدية ومزايا عينية في مقابل أداء مهمتهم على أكمل وجه بحيـ.ث تنخفض قيمة التكلفة المذكورة عن العائد المحقق والمتمثل في القيمة المضافة لقيمة المنشأة دون إنفاق التكلفـ.ة المـ.ذكورة، حيث تدخل هذه التكلفة تحت إطار ما يمكن تسـ.ميته بتكلفـ.ة الوكالة المقبولة، والتي لا تؤثر سلبيا على قيمة الشركة، فـ.ي حين تدخل تكلفة الوكالة في دائرة التكلفـ.ة الغيـ.ر مقبولـ.ة والمؤثرة سلبيا على قيمة الشـ.ركة بسـ.بب أحـ.د أو جميـ.ع الأسباب التالية:

١- تضخم الأعباء الإدارية الناتجة من الإنفاق المظهري للإدارة سواء ما يتعلق منه بالتأسيس المكتبي المبالغ

فيه أو استخدام وسائل النقل الخاصة المبالغ فيه.ا أو استخدام إدارة مساعدة مبالغ فيها.

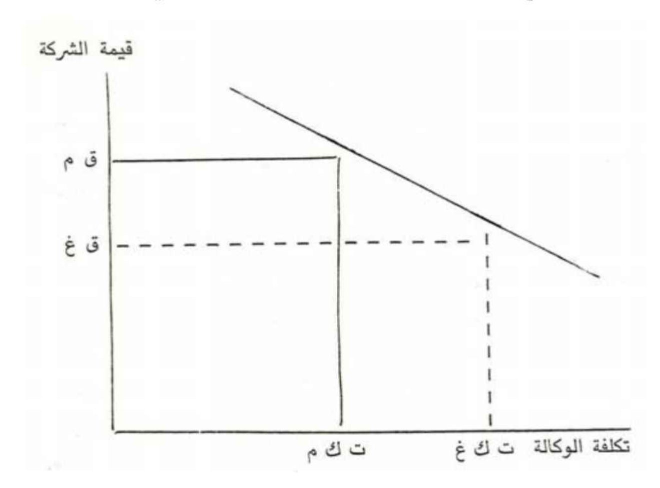
٢- الأرباح الضائعة على الشركة نتيجة البطء في اتخاذ القرار اللازم لاغتنام الفرص الربحية الغير متكررة.

٣- عدم العناية باتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

٤- إقرار الملاك لنظم حوافز إدارية لضـ.مان توجيـ.ه الإدارة في اتجاه تحقيق مصالحهم الخاصة.

٥- إقرار نظم رقابية تهدف إلى السيطرة على تصرفات إدارة الشركة.

ويمكن توضيح ما سبق من خلال الشكل التالي:



ويوضح الشكل السابق أن هناك علاقة عكسية بين كل من تكلفة الوكالة وقيمة الشركة، حيث تـ.نخفض قيمـ.ـة الشـ.ركة بالزيادة المبالغ فيها في تكلفة الوكالة مع تثبيت العديـ.د مـ.ن الاعتبارات والتي من أهمها الأثر الإيجابي لتكلفـ.ة الوكالـ.ة الإضافية على قيمة الشركة، الأمر الـ.ذي يعنـ.ي أن القيمـ.ة العظمى لأية منشأة تتحقق عندما تكون تكلفة الوكالة مساوية للصفر، وهذا الأمر الذي لا يحدث عمليـ.ا حتـ.ى بالنسـ.بة للمشروعات التي يديرها ملاكها، حيـ.ث يخصـ.ص للمـ.دير المالك مبلغاً محددا في مقابل إدارته للمشروع وتفرغه الكامل لهذه المهمة.

ومن الشكل السابق نجد أن:

ق م: تعني قيمة الشركة في ظل تكلفة وكالة مقبولة.

ق غ: تعني قيمة الشركة في ظل تكلفة وكالة غير مقبولة (مبالغ فيها).

ت ك م: تعني قيمة تكلفة الوكالة المقبولة.

ت ك غ: تعني قيمة تكلفة الوكالة الغير مقبولة.

وعلى ذلك فإن تكلفة وكالة إضافية قدرها (ت ك غ – ت ك م) قد نتج عنها انخفاض في قيمة الشركة قدره (ق م – ق غ).

وتكمن المشكلة هنا في القياس الكمي لكل منهما، الأمـ.ر الذي سنعرض له في جزء لاحق.

(ب) بالنسبة لتكلفة الإفلاس Bankruptcy Cost

يمكن توضيح تكلفة الإفلاس وعلاقتها بكل مـ.ن مشـ.كلة الفشل المالي وبرنامج الإصلاح المالي المقترح مـ.ن خـ.لال العناصر التالية:

١- إن انخفاض تكلفة التمويل له انعكاس إيجابي علـ.ى قيمة المنشأة، وعلى القيمة السوقية لأسهمها العاديـ.ة مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة.

٢- إن تكلفة التمويل بالديون أقل مـ.ن تكلفـ.ة التمويـ.ل بالملكية، الأمر الذي يعني أن المزيج التمويلي الذي يرتبط بدرجة أعلى من الديون ودرجـ.ة أقـ.ل مـ.ن الملكية سوف ينتج عنه تكلفـ.ة تمويـ.ل منخفضـ.ة، وسوف يكون لذلك الانخفاض انعكاس إيجابي علـ.ى

قيمة المنشأة وعلى القيمة السوقية لأسهمها العادية وذلك تحت شروط أساسية وهي:

٢/١- الاستخدام الكفء للديون.

٢/٢- القدرة على توليد عائد من الاستثمار يكفي لسداد الالتزامات الثابتة للديون بالإضافة إلى إبقاء قدر مقبول من الأرباح القابلة للتوزيع ترفع من القيمة السوقية لأسهم المنشأة وبالتالي تزيد من قيمتها.

٢/٣- نجاح المنشأة في السيطرة على المخاطر المالية المرتبطة بالتمويل الخارجي من خلال السيطرة على التدفقات النقدية الداخلة اللازمة لمواجهة الالتزامات الثابتة، كل ذلك من خلال العمل تحت دائرة مخاطر أعمال أقل.

٣- اعتمادا على العنصر السابق ذكره يصبح من الضروري مطالبة المدير المالي بالحرص على عدم المبالغة في استخدام الديون ذات تكلفة التمويل المنخفضة في تمويل استثمارات إضافية إذا كان ذلك سيؤدي إلى زيادة حجم المخاطر المالية، الأمر الذي

يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل مسـ.ـتقبلاً وبالتـ.ـالي انخفاض القيمة السوقية للأسهم وتزايـ.ـد احتمـ.ـالات الفشل المالي الكامل..

٤- إن استخدام الديون ذات الالتزامـ.ـات الثابتـ.ـة يتـ.ـيح للمنشأة فرصة حقيقية لتحقيق وفورات ضريبية تزيد من التدفقات النقدية الداخلـ.ـة وتخفـ.ـض مـ.ـن قيمـ.ـة التدفقات النقدية الخارجة، الأمر الذي يؤكد انخفاض التكلفة التمويلية المرتبطة بهـ.ـا مقارنـ.ـة بمصـ.ـادر التمويل الأخرى، ومن جهة أخرى فقد تلجأ بعـ.ـض المشروعات إلى تخفيض درجـ.ـة اعتمادهـ.ـا علـ.ـى الديون كمصدر تمويلي في حالة ما إذا تمكنت مـ.ـن اغتنام فرص بديلة لتحقيق وفورات ضـ.ـريبية مـ.ـن مصادر أخرى مثل أقساط الإهلاك.

٥- إن هناك علاقة طردية بين درجة التخصـ.ـص فـ.ـي النشاط الإنتاجي وبين تكلفة الإفلاس، الأمـ.ـر الـ.ـذي يعني أنه كلما اتصف نشاط الشـ.ـركة بالتخصـ.ـص وعدم التنويع كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس، وحيث إن الاقتراض يزيد من مخاطر الإفـ.ـلاس يصـ.ـبح مـ.ـن

المنطقي أن تتجه هذه النوعية من المشروعات نحو تخفيض درجة اعتمادها على الديون تجنبا لمزيد من المخاطر.

٦- إن هناك علاقة عكسية بين كبر حجم المشـروعات وبين مخاطر الإفـلاس، الأمـر الـذي يعنـي أن المشروعات الكبيرة الحجم تتعرض لمخاطر إفلاس أقل من المشروعات صغيرة الحجم، حيث يتصـف نشاط الأولى بقدر من التنويع، وعلى ذلك يصبح من المنطقي اتجاه المشروعات الكبيرة إلـى الاعتمـاد بدرجة أكبر على التمويل بالديون، مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة.

٧- إن المشروعات التي تعتمد بدرجة أكبر على التمويل بالديون تتعرض لدرجة أكبر من مخاطر الإفـلاس من تلك المشروعات التي لا تعتمد علـى التمويـل بالديون أو تعتمد عليه بدرجة أقـل، حيـث تـزداد مخاطر الإفلاس بزيادة الرفع المالي فـي صـورة علاقة تكاد تكون خطية، إلا أنه عند حد معين نجـد أن مخاطر الإفلاس تبدأ في التزايد بمعدل أكبر مـن

معدل الزيادة في الرفع المالي.

ومن المنطقي أن زيادة مخاطر الإفـلاس بالشـكل المذكور سوف يعكس آثاره السلبية على كـل مـن تكلفة التمويل وقيمة المنشأة؛ نظرا لأن زيادة مخاطر الإفلاس تؤدي إلى زيادة معدلات العائد المطلوبة من الممولين المستثمرين سواء كانت أموالهم في المنشأة مملوكة أو مقترضة.

٨- إن المقصود بتكلفة الإفـلاس مجمـوع العناصـر التكاليفية المرتبطة بإفلاس المشـروع أو احتمالـه إفلاسه والتي تتمثل في الآتي:

١/٨ – المصروفات الإدارية والقانونيـة المرتبطـة بعملية الإفلاس.

٢/٨ – الانخفاض في قيمـة الأصـول المسـتثمرة والمتمثل في انخفاض قيمتها السـوقية عـن قيمتها الدفترية.

٣/٨ – الخسائر المحققـة أو الأربـاح المنخفضـة والناتجة من انخفاض كفاءة نشـاط المنشـأة قبل وقوع الإفلاس مباشرة.

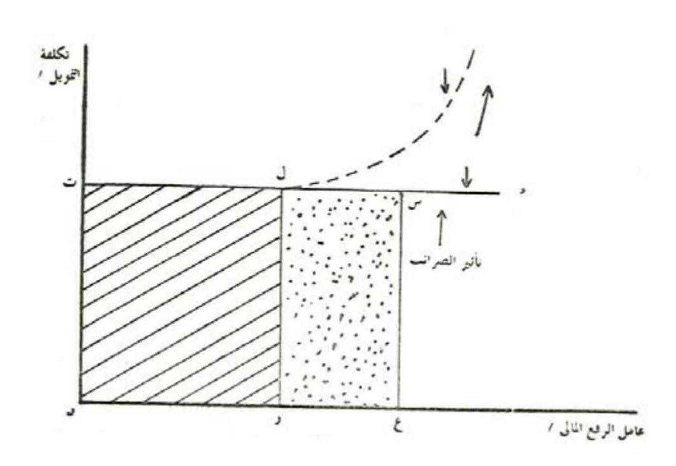
٤/٨ – رفع المقرضين لمعدل الفائدة على قروضهم أو سنداتهم – تحوطاً ضد مخاطر الإفـلاس المتوقعة والمتمثلة في احتمال عـدم كفايـة أموال التصفية لسـداد مسـتحقاتهم بكامـل قيمتها، الأمر الذي يعكس محاولة نقلهم لهذه الخسائر المتوقعة إلى الملاك.

٥/٨ – رفع الملاك أو المسـاهمين لمعـدل العائـد المطلوب على رأس مالهم المملوك، الأمـر الذي يعكس محاولة واضحة للـتخلص مـن مخاطر الإفلاس المتوقعة أو علـى الأقـل التخفيف من حدتها.

٦/٨ – امتناع مديني الشركة المتعثرة عـن الوفـاء بالتزاماتهم الواجبة السداد كرد فعل متوقـع لضعف موقف الشركة.

٩- إن زيادة الرفع المالي سوف ينتج عنه نوعان من رد الفعل يختلفان فيما بينهما من حيث الاتجـاه، حيـث يتجه رد الفعل الأول نحو الإيجابية والمتمثلـة فـي الوفورات الضريبية التي تتحقق للمنشـأة وبالتـالي

تخفيض تكلفة التمويل الكلية، في حين يتجه رد الفعل الآخر نحو الاتجاه السلبي والمتمثل في ظهور تكلفة الإفلاس، الأمر الذي يؤدي مرة أخرى كما سبق أن ذكرنا إلى ارتفاع تكلفة التمويل الكلية. ومن المنطقي أن يحدد رد الفعل السلبي في فترة زمنية لاحقة لتلك الفترة الزمنية التي يحدث فيها رد الفعل الإيجـابي، حيث يتحدد الموقف النهائي بالمقارنة بين حجم كـل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس، الأمر الذي يمكن توضيحه من خلال محتويات الشكل التالي:



يشير الخط ت م إلى اتجاه تكلفة التمويل نحو الانخفـاض بزيادة عامل الرفع المالي؛ وذلك بسـبب تـأثير الضـرائب المتمثل في الوفورات الضريبية، كل ذلك بـافتراض عـدم أخذنا لتأثير تكلفة الإفلاس في الحسبان. وإلى هنـا نجـد أن المساحة "ن ر ل ت" تمثل منطقة الترحيب التمويلي بالديون.

وهنا نجد أن تكلفة التمويل تتجه نحو الانخفاض المستمر حتى النقطة ل والتي تعكس عامل رفع مالي ر % وبعد ذلك تستمر تكلفة التمويل في الانخفاض ولكن بمعدل أقـل حتـى تصل إلى النقطة س والتي تعكس عامل رفـع مـالي ع % حيث تبدأ تكلفة التمويل في الارتفاع بسبب تزايد تأثير تكلفة الإفلاس والتي تبدأ في الظهور بعد عامل رفع مالي ر %.

ولكننا نلاحظ أن المساحة "ر ع س ل" تمثل بداية ظهـور تكلفة الإفلاس وتفاعلها مع تأثير الضـرائب المتمثـل فـي الوفورات الضريبية، ولكنها تتميز بأن حجم تكلفة الإفـلاس أقل من حجم الوفورات الضريبية الناتجة من زيـادة عامـل الرفع المالي، الأمر الذي تنتج عنه فـي النهايـة اسـتمرار الاتجاه التناقصي لتكلفة التمويل ولكن بمعدل أقل عما كـان عليه داخل المساحة ن ر ل ت.

وأخيرا نلاحظ أنه بعد النقطة س والتي تعكس عامل رفع مالي ع % تبدأ تكلفة الإفلاس في التزايد، بحيث تزيـ.د فـ.ي حجمها عن حجم الوفورات الضريبية وبالتالي اتجـ.اه تكلفـ.ة التمويل نحو الارتفاع. الأمر الذي يعني في التحليل النهـ.ائي أن تجاوز المنشأة لعامل رفع قدره ع % سيعني دخولها فـ.ي دائرة الفشل المالي. وأن عامل الرفع المالي الأمثـ.ل يتحـ.دد بعامل رفع ر % والذي يعني تكلفة تمويل عند حدها الأدنى.

واستنادا على طبيعة العلاقة العكسية بين تكلفـ.ة التمويـ.ل وبين القيمة السوقية للمنشأة فيمكننا التأكيد على أن عامل رفع مالي قدره ع % سوف يعكس القيمة العظمى للمنشأة.

(ج) بالنسبة للسياسات المالية المطبقة:

الواقع إن هناك العديد من السياسات المالية المكونة للفكر المالي المعاصر والتي تعكس بشكل واضح قـ.رارات ماليـ.ة سواء كانت متعلقة بالتمويل أو الاستثمار، وأن هذه السياسات لها نتائجها المباشرة على قيمة المنشأة وعلى مـ.دى قـ.درتها على البقاء في دنيا الأعمال.

وإن أهم السياسات المالية تلك المتعلقة بكيفية التصرف في الأرباح القابلة للتوزيع والتي تخص وبكامل قيمتها المساهمين

أو الملاك، حيث تدور هذه السياسات حول عدة بدائل؛ أولها: توزيع الأرباح بكامل قيمتها على المساهمين، وثانيها: احتجاز الأرباح بكامل قيمتها بهدف استخدامها كمصدر لتمويل الاستثمارات الإضافية المقترحة، أما البديل الأخير والذي يمثل الحالة الأكثر شيوعا فيتمثل في الجمع بين التوزيع والاحتجاز حيث تكمن المشكلة هنا في إقرار الهيكل النهائي الذي يجمع بين التوزيع والاحتجاز، حيث تختلف الانعكاسات المرتبطة بهيكل توزيعي عن هيكل توزيعي آخر.

ونؤكد هنا على أن سياسات التوزيع والتي تعكس قرار الإدارة بحسم قضية المقارنة المذكورة بين هياكل التوزيع والاحتجاز سوف تتوقف على قرارات الاستثمار ومدى سلامتها بالشكل الذي يؤدي إلى تحقيق عائد إضافي، بحيث لا يسمح بانخفاض القيمة السوقية لأسهم المنشأة المتداولة في السوق، الأمر الذي يعني وبشكل مباشر أن سياسة التوزيع لا يمكن فصلها عن سياسة الاحتجاز، وأن نجاح سياسة التوزيع يتوقف على مدى نجاح المدير المالي للمنشأة في توجيه الأرباح المحتجزة نحو تمويل الاستثمارات الأكثر ربحا،

الأمر الذي له انعكاسه الواضح على قيمة المنشأة والمتمثلـة في القيمة السوقية لأسهمها العادية، حيث يمكـن أن يكـون الانعكاس المذكور في الاتجاه السلبي والذي يحدث فيما لـو تجاهلت إدارة المنشأة رغبات وتوقعـات المسـاهمين عـن عائدهم الاستثماري المطلوب.

وقد ينظر إلى الأرباح المحتجزة على أنها تلك الأربـاح التي تم احتجازها طوال فترة حياة المنشأة وحتى الآن، ولكن المعنى المقصود [1] هنا والمتعلق بالقياس ينصب فقط علـى ذلك الجزء من الأرباح القابلة للتوزيع والذي لم يتم دفعه في صورة توزيعات نقدية لحملة الأسهم العادية وذلك بغـرض استخدامه في تمويل استثمارات إضافية تم إقرارهـا أو مـا زالت في مرحلة البحث والتحليل، ولن يختلف الأمر فيما إذا كانت تلك الاستثمارات الإضافية سيتم تمويلها من الأربـاح المحتجزة بكامل قيمتها أو أن تلك المسـاهمة سـوف تمثـل جزءا محدودا إلى جانب خليط من مصادر التمويل الأخرى.

---

(1) E. F. Brigham, op. cit, P. 590.

ولا شك أن القياس هنا سوف يرتبط بـ.ذلك الجـ.زء مـ.ن صافي الربح بعد الضرائب والذي تم احتجازه في العام الذي يراد قياس تكلفة التمويل به ولا يمتد ليشمل مجمع الأربـ.اح المحتجزة في السنوات السابقة، والواقع إن هناك العديد مـ.ن الأسباب التي تؤيد هذا الاتجاه في القياس منها:

١- إن قياس تكلفة الأرباح المحتجزة في العام موضـ.ع القياس يتمشى مع ضرورة إيجاد معدل سنوي لتكملة التمويل.

٢- إن ذلك يتمشى مع مبدأ ضـ.رورة القيـ.اس الحـ.دي لتكلفة التمويل.

٣- إن الأخذ بمجمع الأرباح المحتجزة عند قياس تكلفـ.ة التمويـ.ل الإضـ.افية سيتضـ.من ازدواجـ.ا داخليـ.ا ومتضاعفاً في حساب التكلفة.

إن المنطق وراء ضرورة قياس تكلفة التمويل المرتبطـ.ة باحتجاز الأرباح يتمثل في أن هذا الإجـ.راء سـ.وف يـ.ؤدي بالضرورة إلى حدوث فجوة مؤثرة بين معدل العائد المتوقـ.ع على رأس المال من جانب الملاك:

(صافي أرباح للتوزيع / رأس المال المملوك) وبين معدل العائد المحقق بالفعل

(صافي أرباح قابلة للتوزيع – أرباح محتجزة / رأس المال المملوك)

الأمر الذي يعني أن هناك فرصة ضائعة على المساهمين، حيث كان في إمكانهم – في حالة عدم الاحتجاز – إعادة استثمار تلك الأرباح في شراء أسهم أخرى أو سندات أو أي استثمارات تحقق ذات العائد وتحوي نفس الدرجة من المخاطرة.

إن الفجوة المذكورة وإذا ما اعتبرنا أن احتجاز الأرباح مصدرا تمويليا بدون تكلفة متجاهلين وجهة نظر حملة الأسهم العادية سوف يهبط بأسعار الأسهم في سوق المال. ولنوضح هذا الأمر من خلال المثال التالي:

قام أحد الأشخاص باستثمار أمواله في شراء عدد من الأسهم العادية التي أصدرتها إحدى الشركات بسعر ١٥٠ جنيه للسهم الواحد متوقعا تحقيق معدل عائد قدره ٢٠%.

ومن المنطقي أن توقعات هذا المساهم سوف تتحقق فيم.ا لو حصل على مبلغ ٣٠ جنيه في نهاية العام لكي يتمكن من إعادة استثمارها بذات المعدل في نشاط مماثل، لنف.رض أن الشركة قد قررت توزيع مبلغ ١٢ جنيه فقط للسهم عل.ى أن يتم احتجاز باقي ال.ربح لإع.ادة اس.تخدامه ف.ي تموي.ل استثمارات إضافية، فما الذي يمكن أن يحدث في ظل اقتن.اء مبدأ مجانية التمويل الإضافية بالأرباح المحتجزة.

إن هذا المستثمر الذي كان يتوقع تحقيق معدل عائد قدره ٢٠% من خلال أرباح موزعة قدرها ٣٠ جنيه للسهم سوف يجد أن معدل عائده الفعلي ٨% وهنا سوف يعيد تقييمه لهذا الاستثمار على الوجه الآتي:

لقد حصلت على أرباح موزعة في صورة نقدية ق.درها ١٢ جنيه علما بأنني أرغب في تحقيق مع.دل عائ.د عل.ى الاستثمار قدره ٢٠% فما هو المبلغ الواجب دفعه في س.هم عادي يحقق معدل عائد ٢٠% من خ.لال أرب.اح موزع.ة قدرها ١٢ جنيه.

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{ربح موزع}}{\text{سعر السهم}}$$

$$\frac{١٢}{س} = \frac{٢٠}{١٠٠}$$

∴ س (سعر السهم في السوق) = $\frac{١٠٠ \times ١٢}{٢٠}$ = ٦٠ جنيه

ومن الواضح إذًا أن عدم العناية بحساب تكلفة احتجاز الأرباح واحترام رغبات وتوقعات المساهمين سوف تؤدي بالضرورة إلى انخفاض قيمة السهم في السوق من ١٥٠ جنيه إلى ٦٠ جنيه للسهم الواحد، الأمر الذي يمثل تدهورا خطيرا في الموقف المالي للشركة في أسواق رأس المال.

ومن الواضح الآن أن احتجاز الأرباح كمصدر للتمويل الإضافي مع تلافي تدهور القيمة السوقية لأسهم الشركة في أسواق رأس المال بالشكل الذي تم توضيحه يمثل في واقع الأمر تكلفة هذا المصدر التمويلي بالنسبة للشركة، والسؤال الآن كيف يمكن أن يحدث هذا؟

لن تتمكن الشركة من تحقيق هذا الهدف إلا من خلال القيام بسد الفجوة بين معدل العائد المتوقع وبين معدل العائد المحقق بالفعل، حيث تمثل الفجوة تكلفة الفرصة الضائعة

بالنسبة للمساهم حامل السهم العادي والتي تقدر بـ . . ١٢%
(٢٠% – ٨%).

ولكن كيف للشركة أن تنجح في سد هذه الفجوة؟

إن ذلك لن يتم إلا إذا تأكدت الشركة من إمكانيـ.ـة إعـ.ـادة استثمار الأرباح المحتجزة (١٨ جنيه من السهم الواحد) مـ.ـن خلال استثماراتها الإضافية بمعدل عائد علـ.ـى الاسـ.ـتثمار لا يقل عن ٢٠% وهو الذي يتطابق مع معدل العائد المطلـ.ـوب من المستثمر الذي ضاعت عليه فرصـ.ـة الحصـ.ـول علـ.ـى الأرباح القابلة للتوزيع بكامـ.ـل قيمتهـ.ـا لإعـ.ـادة اسـ.ـتثمارها بطريقته الخاصة، وفي هذه الحالـ.ـة سـ.ـوف يكـ.ـون الأمـ.ـر محصورا داخل أحد ثلاثة احتمالات هي:

الاحتمال الأول: أن تقوم الشركة بإعادة استثمار الأربـ.ـاح المحتجزة بمعدل عائد ٢٠% في مجال نشاطها، وبذلك تتمكن من تعويض المستثمر عن فرصته الضائعة، حيث يكون هذا التعويض في صورة معدل نمو لأرباحه في العام القادم يـ.ـتم حسابه كالآتي:

المكاسب الإضافية = نصيب السهم من الأرباح المحتجزة × معدل العائد على المستثمر.

= ١٨ جنيه × ٢٠% = ٣,٦ جنيه.

وبهذا الشكل فإن نصيب السهم سيرتفع من خـ.ـلال هـ.ـذا الاستثمار من ٣٠ جنيه إلى ٣٣,٦ وبذلك يكون:

معدل النمو الواقعي لأرباح السهم =

$$\frac{\text{مقدار النمو في أرباح السهم بعد سنة من الاحتجاز}}{\text{نصيب السهم من الربح خلال سنة الاحتجاز}}$$

$$= \frac{٣,٦}{٣٠} \times ١٠٠ = ١٢\%$$

وبهذا الشكل يتساوى معدل العائد الفعلي مع معدل العائـ.ـد المطلوب من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{ع ق} = \frac{\text{ر ز}}{\text{ق ع}} + \text{م ق}$$

حيث إن:

ع ق: تمثل معدل العائد المطلوب.

ر ز: تمثل نصيب السهم من الربح الموزع.

ق ع: تمثل القيمة الاسمية للسهم.

م ق: تمثل معدل النمو الواقعي.

وبالتعويض في المعادلة السابقة نجد الآتي:

$$\text{ع ق} = \frac{١٢}{١٥٠} + ١٢\% = ٢٠\%$$

ولنا أن نتوقع في هذه الحالة أن الشد.ركة سد.تتمكن مـ.ن الحفاظ على قيمة السهم السوقية دون انخفاض عـ.ن قيمتـ.ه الاسمية وذلك من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{ق س} = \frac{\text{ر ز}}{\text{ع ق} - \text{م ق}}$$

حيث إن:

ق س: تمثل القيمة السوقية للسهم.

ر ز: تمثل نصيب السهم من الربح الموزع.

ع ق: تمثل معدل العائد المتوقع.

م ق: تمثل معدل النمو الواقعي.

$$\therefore \text{ق س} = \frac{١٢}{٠,٢٠ - ٠,١٢} = ١٥٠ \text{ جنيه.}$$

ومن الواضح أن تكلفة احتجاز الأرباح تنحصر في حتمية إعادة استثمارها لصالح المستثمر بمعدل عائد على الاستثمار لا يقل عن ذلك العائد المتوقع وهو ٢٠%.

الاحتمال الثـ ـاني: أن تقوم الشركة بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة في استثمارات تـ ـدر عائـ ـدا أقـ ـل مـ ـن ٢٠% – بافتراض ثبات المخاطرة – وليكن هذا المعدل الفعلـ ـي ٦% فقط، وفي هذه الحالة فمن المؤكد أن الشركة لن تتمكن مـ ـن تعويض المستثمر عن فرصته الضائعة بكامل قيمتها وبالتالي فسوف ينخفض سعر السهم في السوق ويمكن توضيح ذلـ ـك على الوجه الآتي:

المكاسب الإضافية للسهم الواحد =

نصيب السهم من الأرباح المحتجزة × معدل العائد علـ ـى الاستثمار = ١٨ جنيه × ٦% = ١,٠٨ جنيه.

وبهذا الشكل فإن نصيب السهم من الربح في العام التـ ـالي – سوف يزيد من خلال هذا الاستثمار الخاطئ إلـ ـى ٣١,٠٨ جنيه بدلاً من ٣٠ جنيه.

وهنا يكون معدل النمو الواقعي لأرباح السهم =

$$\frac{١,٠٨}{٣٠} \times ١٠٠ = ٣,٦\%$$

وبتطبيق معادلة التكلفة يمكن التوصل إلى معـ ـدل العائـ ـد المحقق على الاستثمار.

$$\text{ع ق} = \frac{\text{ر ز}}{\text{ق ع}} + \text{م ق}$$

$$\text{ع ق} = \frac{١٢}{١٥٠} + ٣,٦\% = ١١,٦\%$$

ومن الواضح أن هذا الاستثمار الخاطئ لم يتمكن من سد الفجوة المذكورة والناتجة من قرار الاحتجاز بكامل قيمتهـا، بل اقتصر دوره على تحجيم هذه الفجـوة مـن ١٢% إلـى ٨,٤% (٢٠% – ١١,٦%) الأمر الـذي يحـتم ضـرورة انخفاض سعر السهم عن ١٥٠ جنيه والتي يمكن تحديدها من خلال معادلة تحديد القيمة السوقية السابق عرضها:

$$\text{ق س} = \frac{\text{ر ز}}{\text{ع ق} - \text{م ق}}$$

$$\therefore \text{ع ق} = \frac{١٢}{٠,٢٠ - ٠,١٢} = ٧٣,١٧ \text{ جنيه}$$

الاحتمال الثالث: أن تقوم الشركة بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة في استثمارات إضافية تدر عائدا قـدره ٢٥% – بافتراض ثبات المخاطرة – بزيادة قـدرها ٥% عـن ذلـك

المعدل الذي يتوافق مع توقعات المستثمرين الأمر الذي ينتج عنه بالضرورة زيادة سعر السهم السوقي ويمكـن توضـيح نتائج هذا الاحتمال على الوجه الآتي:

المكاسب الإضافية للسهم الواحد =

نصيب السهم من الأرباح المحتجزة × معدل العائد على الاستثمار

= ١٨ جنيه × ٢٥% = ٤,٥٠ جنيه

الأمر الذي سيزيد نصيب السهم من الربح – فـي العـام القادم – من ٣٠ جنيه إلى ٣٤,٥٠ جنيه.

وهنا سيكون معدل النمو الواقعي لأرباح السهم =

$$\frac{٤,٥}{٣٠} \times ١٠٠ = ١٥\%$$

ومن المؤكد في هذه الحالة أن معدل العائد على الاستثمار الفعلي سيزيد عن المطلوب مما يزيد من قيمة السـهم مـن منظور المساهمين، الأمر الذي يحتم زيادة سعره السوقي عن قيمته الاسمية، وبتطبيق معادلة التكلفة يمكن التوصـل إلـى معدل العائد المحقق على الاستثمار، وذلك على الوجه الآتي:

$$ع ق = \frac{ر ز}{ق ع} = م ق$$

$$\text{ع ق} = \frac{١٢}{١٥٠} + ١٥\% = ٢٣\%$$

ومن الواضح أن هذا الاستثمار الجيد قد حـ.ول الفجـ.وة السالبة إلى فجوة موجبة – من منظور المسـ.تثمر – قـ.درها ٣% الأمر الذي سيزيد من قيمة السهم في السوق من خلال المعادلة التالية:

$$\text{ق س} = \frac{\text{ر ز}}{\text{ق ع} - \text{م ق}}$$

$$\text{ق س} = \frac{١٢}{٢٠\% - ١٥\%} = ٢٤٠ \text{ جنيه.}$$

ويتأكد من المثال السابق حقيقة جوهرية تتمثـ.ل فـ.ي أن الشركة إذا قامت بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة بمعـ.دل عائد يتساوى مع معدل العائد المطلوب من قبل المسـ.اهمين وذلك في مجال نشاطها، فإن هذا لـ.ن يتسـ.بب فـ.ي تغييـ.ر الأسعار الجارية للأسهم وإذا كان المعدل المتوقع (ق ع) فإن النتيجة الحتمية لذلك هي انخفاض السعر الجاري للأسهم. أما في حالة نجاح الشركة في استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل عائد أعلى من معدل العائد المتوقع فإن النتيجة الحتمية هـ.ي

ارتفاع السعر الجاري للأسهم ومن هذا يتأكد أن الإدارة الواعية للشركات يجب أن تحرص على تبني واحترام وجهة نظر المستثمرين حملة الأسهم، حيث إن الاتجاه المعاصر في الفكر المالي يعتبر وجهة نظر حملة الأسهم من الأسس الهامة المرشدة للقرارات المالية، وعلى ذلك ففي حالة عدم قدرة الشركة على إعادة استثمار الأرباح المحتجزة في استثماراتها الإضافية بمعدل عائد على الاستثمار لا يقل عن ذلك المعدل المطلوب (الاحتمال الثاني) فيجب أن تلجأ إلى تمويل تلك الاستثمارات الإضافية بمصادر أخرى أقل تكلفة (القروض مثلاً) وفي هذه الحالة سوف يتم توزيع الأرباح بكامل قيمتها على ألا يحدث نموا متوقعا لأرباح الأسهم وذلك من خلال تطبيق معادلة التكلفة كما يلي:

$$\text{ع ق} = \frac{\text{ر ز}}{\text{ع ق}} \div \text{م ق}$$

$$\text{ع ق} = \frac{٣٠}{١٥٠} + \text{صفر} = ٢٠\%$$

وبهذا الشكل تحافظ الشركة على أسعار الأسهم الجارية من الانخفاض حتى تصبح المعادلات والنماذج الرياضية

السابق استخدامها أكثر واقعية. فلنا أن نفترض قيام الشـركة بتوزيع كل الأرباح على حملة الأسـهم لكـي تـتمكن مـن المحافظة على سعر السهم الجاري من الانخفـاض بالشـكل الذي يساوي بين معدل العائد المحقق مـن خـلال التوزيـع الكامل وبين معدل العائد المطلوب، وهذـا سـوف يـتمكن المستثمر من إعادة استثمار الأرباح الموزعة في استثمارات مماثلة ليحقق من خلالها معدل عائد ٢٠% أيضا.

والسؤال الآن: هل سيتمكن المستثمر في هذه الحالة مـن إعادة استثمار نصيبه من الأرباح الموزعة بكامل قيمتها في استثمارات مماثلة؟

والإجابة العملية بالنفي وذلك للأسباب الآتية [١]:

١- إن التوزيعات التي يحصل عليهـا حملـة الأسـهم ستخضع لضريبة القيم المنقولة والضـريبة العامـة على الإيراد.

(1) Soldofsky. Robert M. **Financial Mangagement**, N. Y.: Cincinnati, South Western Publishing Co., 1974, P. 309.

٢- إن قيام حملة الأسهم بالبحث عن فرص اس.تثمارية مماثلة – خارج الشركة – سيرتبط بتحم.ل بع.ض عناصر التكاليف مثل عمولة الوس.طاء وسماس.رة الاستثمار والتي تتراوح بين ١% إلى ٦% من قيمة الأرباح المرغوب في استثمارها.

ولهذين السببين فإن الأرباح الموزعة والمتاح.ة لإع.ادة الاستثمار سوف ت.نخفض بالض.رورة بمق.دار الض.رائب وتكاليف السمسرة، وعلى ذلك فلابد م.ن تع.ديل المعادل.ة السابق استخدامها لتستوعب الاعتبارين الم.ذكورين، وذل.ك على الوجه الآتي:

$$\text{ع ق} = \left(\frac{\text{ر ز}}{\text{ق ع}} + \text{م ق}\right)(١ - \text{ض})(١ - \text{س})$$

حيث إن ض يمثل معدل الضريبة الت.ي ستخض.ع له.ا التوزيعات، س تمثل تكاليف السمسرة كنسبة من قيمة المبلغ المراد استثماره.

فإذا افترضنا أن مع.دل الض.ريبة ٣٢% وأن تك.اليف السمسرة تقدر بنسبة ٣% فإن معدل العائد المطل.وب عل.ى

استثمار الأرباح المحتجزة (تكلفة التمويل باحتجاز الأربـاح) تقاس كما يلي:

$$ع ق = (\frac{١٢}{١٥٠} + ١٢\% (١ - ٠,٣٢) (١ - ٠,٠٣)$$

$$= ٠,٢٠ \times ٠,٦٨ \times ٠,٩٧ = ٠,١٣١٩٢ = ١٣,١٩\%$$

وبهذا الشكل فإن حملة الأسهم سـيقبلون عمليـا إعـادة استثمار أرباح الأسهم المحتجزة في الشركة بشرط ألا يقـل معدل العائد المحقق عن ١٣,١٩% وليس ٢٠% وإلا تصبح فرصة الاستثمار الخارجي المماثل أفضـل بالنسـبة لهـم، وبمعنى أكثر وضوحا فإن تكلفة احتجاز الأربـاح سـتكون ١٣,١٩% وليست ٢٠%.

وبعد أن عرضنا للجوانب العلمية والمرتبطـة ببرنـامج الإصلاح المالي نؤكد على أن الهدف المحوري لهذا البرنامج يتمثل في رفع قيمة الشركة من خـلال بعـض الإجـراءات الممكنة عمليا، وعلى ذلك يصبح مـن المنطقـي أن تقـوم بحساب قيمة الشركة قبل وبعد تصـميم برنـامج الإصـلاح المالي، وحيث إن الشركة (ص) موضع التحليل تعتمد علـى التمويل بالديون طويلـة الأجـل ذات الالتزامـات الثابتـة

والمحددة مسبقًا فيتم حساب قيمة الشركة باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{ق م} = \frac{\text{ص} \times (1 - \text{ض})}{\text{ع}} + \frac{\text{ف} \times \text{ض}}{\text{ل}}$$

حيث إن:

ق م: تعني قيمة الشركة.

ص: تعني صافي ربح التشغيل (الربح قبل الفوائد الضرائب).

ض: تعني معدل الضريبة.

ع: تعني معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة.

ف: تعني قيمة الفوائد المدفوعة على القروض والسندات طويلة الأجل.

ل: تعني معدل الفائدة على القروض والسندات طويلة الأجل.

- وبعد حساب قيمة الشركة بالمعادلة المذكورة يمكننا استخدام المؤشر المقترح التالي:

$$ح = \frac{ق م}{ر}$$ حيث إن:

ح: تعني الحالة المالية للشركة.

ق م: تعني قيمة الشركة.

ر: تعني القيمة الدفترية لأصول الشركة.

ونؤكد هنا على الحالة المالية للشركة يجب ألا تـ ـنخفض عن ١٠٠% حيث ينحصر الموقف المحسوب في دائرة حدها الأقصى ثلاثة احتمالات هي:

١- أن تكون الحالة المالية المحسوبة للشركة أقـ ـل مـ ـن ١٠٠% وهو الأمر الذي يعني أن قيمة الشركة أقل من القيمة الدفترية لأصولها، وبالتالي وقوعها تحت دائرة الفشل المالي الكامل.

٢- أن تكون الحالة المالية المحسوبة للشركة أكبر مـ ـن ١٠٠%، وهو الأمر الذي يعني أن قيمـ ـة الشـ ـركة أعلى من القيمة الدفترية لأصولها، وبالتالي إمكانية وصفها بحالة اليسر المالي الفعلي.

٣- أن تكون الحالة المالية المحسوبة للشركة مساوية لـ ـ ١٠٠% وهو الأمر الذي يعني أن قيمـ ـة الشـ ـركة

مساوية للقيمة الدفترية لأصولها، وهو الأمر الذي يمثل الحد الأقصى المسموح به لتدهور الموقف المالي للشركة.

ومن المنطقي أن نبدأ الآن بحساب الحالة المالية للشركة (ص) تطبيقاً على قوائمها المالية لعام ١٩٨٩ علما بأن:

- معدل العائد المطلوب على رأس المال المملوك ٢٠%.
- معدل الضريبة ٣٠%.
- قيمة فوائد القروض طويلة الأجل ٢٤٠٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة ١٦%.
- القيمة الدفترية لأصول الشركة ٨٦٨٣ ألف جنيه.
- صافي ربح التشغيل ٢٦٠٠٠٠ جنيه.

وعلى ذلك فإن:

$$\because \text{ح} = \frac{\frac{\text{ص} \times (١ - \text{ض})}{\text{ع}} + \frac{\text{ف} \times \text{ض}}{\text{ل}}}{\text{ر}}$$

$$\because ح = \frac{\frac{٢٦٠٠٠٠٠ \times (١ - ٠,٣٠)}{٠,٢٠} + \frac{٢٤٠٠٠٠٠ \times ٠,٣٠}{٠,١٦}}{٨٦٨٣٠٠٠}$$

= ١٦%

وتؤكد هذه النتيجة مدى التدهور الذي وصلت إليه الشركة من خلال الانخفاض الشديد في حالتها المالية، حيث تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة الدفترية لأصـولها بمعـدل ٨٤% وهو الأمر الذي يؤكد حالة الفشل المالي الكامل للشركة.

ومن المنطقي أن يهدف برنامج الإصلاح المـالي الـذي سنحاول تصميمه إلى رفع الحالة المالية للشركة في محاولـة لإمكانية إبقائها في مجـال الأعمـال، وذلـك مـن خـلال الإجراءات التالية:

- رفع قيمة المبيعات.
- تخفيض حجم الديون.
- تخصيص بعض عناصر المصروفات.
- تعديل السياسة المطبقة لتوزيع الأرباح.

وفيما يلي تفصيلاً بالإجراءات المذكورة:

١- بالنسبة لرفع قيمة المبيعات:

يمكن رفع قيمة مبيعات الشركة الحالية بمعدل ٥٠% لكي تصل إلى ١٢٠٠٠ ألف جنيه بدلاً من ٨٠٠٠ ألف جنيه وذلك من خلال الإجراءات التالية:

١/١: إعداد دراسة تسويقية للتأكد من قدرة السوق على استيعاب المنتجات الإضافية وتحديد الموقف التنافسي للشركة.

٢/١: إدخال بعض التحسينات في طرق وأساليب الإنتاج المتبعة بهدف رفع جودة منتجات الشركة وتدعيم موقفها التنافسي.

٣/١: رفع سعر بيع المنتج بمعدل ٢٥% لكي يتحول من ٤٠ جنيه للوحدة إلى ٥٠ جنيه للوحدة.

٤/١: استغلال الأصول المتاحة والتي أثبت التحليل عدم استغلالها لطاقتها القصوى بهدف زيادة حجم الإنتاج بمعدل ٢٠% لكي يصل إلى ٢٤٠٠٠٠ وحدة بدلاً من ٢٠٠٠٠٠ وحدة حاليا.

٥/١: إقرار حملة إعلانية بزيادة الإنفاق الإعلامي بمعدل ١٠٠% عما هو عليه الآن لكي تصل مصروفات

الدعاية والإعلان إلى ٢٠٠ ألف جنيه بدلاً من ١٠٠ ألف جنيه.

وبافتراض أن الدراسة قد أثبتت أن الإجراءات الخمسة المذكورة يمكن تنفيذها عمليا بتكاليف إضافية قدرت كما يلي:

- تكاليف الدراسة التسويقية والفنية تبلغ ٢٠٠ ألف جنيه.
- تكاليف التحسينات الإضافية في طرق وأساليب الإنتاج تبلغ ١٥٠ ألف جنيه.
- تكاليف الحملة الإعلانية الإضافية تبلغ ١٠٠ ألف جنيه.
- التكاليف الإضافية لأجور عمال البيع تبلغ ١٠٠ ألف جنيه.
- إن هناك ضرورة لزيادة مصروفات الصيانة الدورية والصيانة التشغيلية بمبلغ ٣٠ ألف جنيه، ٥٠ ألف جنيه على التوالي.
- إن هناك ضرورة لزيادة أجور عمال الإنتاج بمبلغ ٢٠٠ ألف جنيه سنويا.

- أن هناك ضرورة لزيادة تكلفة المواد الخام ومستلزمات الإنتاج لمواجهة الإنتاج الإضافي بمبلغ ٢٠٠ ألف جنيه.
- إن هناك زيادة متوقعة في تكلفة الطاقة المحركة تبلغ ١٥٠ ألف جنيه.
- إن هناك زيادة متوقعة في تكلفة التعبئة والتغليف تبلغ ٣٠ ألف جنيه.

ومن المنطقي أن الإجراءات التفصيلية المذكورة سوف تنعكس بشكل مباشر على قائمة الدخل الخاصة بالشركة والتي سنعرض لها بشكل تفصيلي في جزء لاحق من البرنامج.

٢- بالنسبة لتخفيض حجم الديون:

الواقع إنه يمكن التخلص من عناصر الأصول شبه الثابتة والتي تبلغ قيمتها الدفترية ٦٦٥ ألف جنيه، بمبلغ سوقي قدره ٥٥٠ ألف جنيه.

واستخدامها في تخفيض بعض عناصر الالتزامات قصيرة الأجل وخاصة القروض المصرفية قصيرة الأجل على أن

يتم تخفيض رصيد الأرباح المحتجزة بقيمة هـذه الخسـارة والتي تبلغ ١١٥ ألف جنيه.

٣- بالنسبة لتخفيض بعض عناصر المصروفات:

والواقع إن هذا الإجراء وتمشيا مع نتائج التحليـل التـي تضمنها الفصل الثاني من هذا الكتاب يجب أن يتجـه نحـو تخفيض المصروفات الإدارية والتي يمكن تخفيضها بمعـدل ٤٠% لكي تصل إلى ٩٦٠ ألف جنيه بدلاً من ١٦٠٠ ألـف جنيه وكذلك تخفيض أجور عمال الخدمات بمبلغ ١٢٠ ألـف جنيه.

٤- بالنسبة لتعديل سياسة توزيع الأرباح:

لقد أثبت التحليل أن الشركة (ص) وطبقًا لقانون الشركات المساهمة تقوم بتوزيع ٨٥% من أرباحها القابلـة للتوزيـع الأمر الذي كان له أثر واضح في اختلال هيكلهـا التمـويلي وانخفاض قيمتها وعلى ذلك فنحن نرى ضرورة تغيير سياسة التوزيع مرحليا بتوزيع ١٠% فقط من الأرباح القابلة للتوزيع حتى تخرج الشركة من حالة الفشل المالي.

وعند هذا الحد من العرض نجد أن الأمر يستلزم ضرورة تصوير القوائم المالية للشركة بافتراض تنفيـذ الإجـراءات المذكورة وذلك بهدف إثبات مدى صحة الفـرض الخـاص بمكانية تنفيذ البرنامج الإصلاحي المذكور بالشروط السـابق تحديدها، وذلك على الوجه الآتي:

جدول رقم (٣٦)

بيان بقائمة الدخل التقديرية لعام ١٩٩٠ للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيـ . . . ـان	قيمة	طبيعة التعديل
قيمة المبيعات	١٢٠٠٠	+ ٤٠٠٠
أجور عمال خدمات	١٧٠٠	– ١٢٠
مصروفات صيانة دورية	٢٠٠	+ ٣٠
إهـ . . . ـلاك	٤٠٠	–
مصروفات إدارية	٩٦٠	– ٦٤٠
أجور عمال بيع	١٠١٠	+ ١٠٠
مصروفات دعاية وإعلان	٢٠٠	+ ١٠٠
تكاليف تشغيل ثابتة	٤٤٧٠	– ٥٣٠
أجور عمال إنتاج	١٠٠٠	+ ٢٠٠
مواد خام ومستلزمات إنتاج	١٠٠٠	+ ٢٠٠
مصروفات صيانة تشغيلية	١٥٠	+ ٥٠
طاقة محركة	١٠٠٠	+ ١٥٠

بيـ. . . . ان	قيمة	طبيعة التعديل
مواد تعبئة وتغليف	٢٢٠	+ ٣٠
تكاليف تشغيل متغيرة	٣٣٧٠	+ ٦٣٠
صافي ربح تشغيل	٤١٦٠	+ ٣٩٠٠
– فوائد تمويل	(٦٦٠)	–
صافي ربح قبل الضرائب	٣٥٠٠	+ ٤٩٠٠
– ضرائب	(١٠٥٠)	–
صافي أرباح قابلة للتوزيع	٢٤٥٠	+ ٢٤٥٠

وتحدد محتويات قائمة الدخل التقديرية بالصورة الموضحة أن محور الإصلاح المالي يتمثل في زيادة مبيعات الشـ.ـركة في اتجاهين متكاملين؛ هما زيادة كمية المبيعات وسعر بيعها، الأمر الذي يعظم من الأثر النهائي على قيمة المبيعات، مـ.ـع ارتباط ذلك بزيادة جميع عناصر تكاليف التشغيل المتغيـ.ـرة المرتبطة منطقيا بزيادة حجم الإنتاج، وكذلك بزيادة بعـ.ـض عناصر التكاليف الثابتة، وهو الأمر الذي يعكس إجـ.ـراءات ضرورية لزيادة الإنتاج والمبيعات. في حين يلاحظ انخفاض قيمة التكلفة المرتبطة بعنصـ.ـري أجـ.ـور عمـ.ـال الخـ.ـدمات والمصروفات الإدارية، الأمر الذي يعكس قـ.ـرار إصـ.ـلاحي لتعظيم صلاحية البرنامج الموضوع.

وفي التحليل النهائي فقد تبين أن القيمة المتبقية للمساهمين قد تحولت من قيمة سالبة إلى قيمة موجبة مرتفعة تمثل صافي أرباح قابلة للتوزيع، الأمر الذي يشير بوضوح إلى فعالية البرنامج الإصلاحي المقترح.

والسؤال الآن يتعلق بالانعكاس المتوقع لصافي الأرباح القابلة للتوزيع على قائمة المركز المالي للشركة في ضوء التصرف في قيمة هذه الأرباح والتي تم إقرارها ضمن محتويات البرنامج الإصلاحي؟

والواقع إنه للإجابة على هذا التساؤل يلزمنا التأكد – وطبقاً للمفاهيم المحاسبية – على أن قائمة الدخل التقديرية الموضحة تعبر عن الموقف المتوقع خلال العام القادم (١٩٩٠) بمعنى أنها لا تعد في نهايته، في حين أن قائمة المركز المالي تعد في نهاية العام المذكور وعلى ذلك ولمزيد من التوضيح يلزمنا إعداد وتصوير قائمة المركز المالي المعبرة عن الموقف المتوقع بعد تنفيذ برنامج الإصلاح المالي المقترح على مرحلتين بيانهما كالآتي:

(أ) تصوير قائمة المركز المالي المعبرة عن الموقف المتوقع خلال عام ١٩٩٠.

(ب) تصوير قائمة المركز المالي المعبرة عن الموقف في نهاية عام ١٩٩٠ (١٣/١٢/١٩٩٠).

حيث إن القائمة الأولى سوف تعكس الإجراءات المقترحة والمتعلقة بتصفية الأصول شبه الثابتة بقيمة سـ.وقية قـ.درها ٥٥٠ ألف جنيه واستخدام هذا المبلغ في تخفـ.يض رصـ.يد القروض قصيرة الأجل، مـ.ع تخفـ.يض رصـ.يد الأربـ.اح المحتجزة بقيمة الخسائر المرتبطة بهذا الإجراء وقدرها ١١٥ ألف جنيه.

في حين أن القائمة الثانية والتي تعبر عن الموقف المتوقع في ٣١/١٢/١٩٩٠، فسوف تعكـ.س الإجـ.راءات السـ.ابقة بالإضافة إلى إظهار تلك التصرفات المقترحة بشأن التصرف في صافي الأرباح القابلة للتوزيع والتي ترتبط بتوزيع ١٠% من قيمتها على المساهمين، في حين يتم استخدام الـ. ٩٠% المتبقية والتي تبلغ قيمتها ٢٢٠٥ ألف جنيه في إصلاح الخلل في الهيكل التمويلي للشركة من خلال تخفيض حجم الـ.ديون طويلة وقصيرة الأجل على الوجه الآتي:

- سداد ٥٠٠ ألف جنيه من القروض طويلة الأجل.
- سداد ٥٠٠ ألف جنيه من أرصدة الدائنون.

- سداد ٥٠٠ ألف جنيه من أرصدة أوراق الدفع.
- سداد ٧٠٥ ألف جنيه من القروض قصيرة الأجل.

وفيما يلي بيان بتصوير قائمتي المركز المالي على الصورتين المذكورتين:

(أ) تصوير قائمة المركز المالي المعبرة عن الموقف المتوقع للشركة (ص) خلال عام ١٩٩٠.

جدول رقم (٣٧) قائمة المركز المالي للشركة (ص) خلال عام ١٩٩٠

(القيمة بالألف جنيه)

قيمة	بيان الأصول	قيمة	بيان الخصوم ورأس المال
١٥٠٠	أراض	٢٠٠٠	رأس مال مدفوع
٤٠٠٠	إجمالي أصول ثابتة	٢٠٠	احتياطيات
(١٢١٧)	– مخصص إهلاك	٦٨	أرباح محتجزة
٢٧٨٣	صافي أ ثابتة	٢٢٦٨	حقوق ملكية
٤٢٨٣	أصول ثابتة	١٥٠٠	قروض طويلة الأجل
١٣٣٥	مخزون	–	سندات
١٩٠٠	صافي رصيد عملاء	١٥٠٠	خصوم طويلة الأجل
٤٠٠	أوراق قبض	٢٠	مخصص ضرائب متنازع عليها
١٠٠	نقدية بالصندوق والبنوك	٢٩٧	خصوم مستحقة
٣٧٣٥	أصول متداولة	١٥٠٠	دائنون
		١٠٠٠	أوراق دفع
		١٤٣٣	قروض قصيرة الأجل
		٤٢٥٠	خصوم متداولة
٨٠١٨	إجمالي أصول	٨١٠١٨	إجمالي خصوم ورأس مال

(ب) تصوير قائمة المركز المالي المعبـرة عـن الموقـف المتوقع للشركة (ص) في ١٩٩٠/١٢/٣١.

جدول رقم (٣٨)

بيان بقائمة المركز المالي للشركة (ص) في ١٩٩٠/١٢/٣١

(القيمة بالألف جنيه)

قيمة	بيان الأصول	قيمة	بيان الخصوم ورأس المال
١٥٠٠	أراض	٢٠٠٠	رأس مال مدفوع
٤٠٠٠	إجمالي أصول ثابتة	٦٨	أرباح محتجزة
(١٢١٧)	– مخصص الإهلاك	٢٠٠	احتياطيات
٢٧٨٣	صافي أ. ثابتة	٢٢٦٨	إجمالي حقوق ملكية
		٢٢٠٥	+ صافي أرباح العام
٤٢٨٣	أصول ثابتة	٤٤٧٣	صافي حقوق ملكية
		١٠٠٠	قروض طويلة الأجل
١٣٣٥	مخزون	–	سندات
١٩٠٠	صافي عملاء	١٠٠٠	خصوم طويلة الأجل
٤٠٠	أوراق قبض	٢٠	مخصص ضرائب متنازع عليها
١٠٠	نقدية بالصندوق والبنوك		
٣٧٣٥	أصول متداولة	٢٩٧	خصوم مستحقة
		١٠٠٠	دائنون
		٥٠٠	أوراق دفع
		٧٢٨	قروض قصيرة الأجل
		٢٥٤٥	خصوم متداولة
٨٠١٨	إجمالي أصول	٨٠١٨	إجمالي خصوم ورأس مال

والآن وبعد أن انتهينا من عرض القوائم المالية للشـركة (ص) والتي تعبر عن الموقف المالي المتوقـع بعـد تنفيـذ برنامج الإصلاح المالي المقترح.

حيث يتأكد وبوضوح ذلك التحسن الملموس في الموقـف المالي للشركة بجميع أبعاده، ويتبقى فقط قياس الحالة المالية المتوقعة للشركة بعد تنفيذ البرنامج المذكور، وذلـك علـى الوجه الآتي:

$$ح = \frac{ق\ م}{ر}\ \%$$

$$ح = \frac{\frac{ص \times (١ - ض)}{ع} + \frac{ف \times ض}{ل}}{ر}\ \%$$

علما بأن قيمة الفوائد المرتبطة بالقروض طويلة الأجـل والمسببة للوفورات الضريبية، سـوف تـنخفض بانخفـاض رصيد القروض طويلة الأجل حيث تصـل إلـى ١٦٠٠٠٠ جنيه وعلى ذلك فإن:

$$\text{ح} = \frac{\frac{\text{٠,٧٠} \times \text{٤١٦٠٠٠}}{\text{٠,٢٠}} \qquad \frac{\text{٠,٣٠} \times \text{١٦٠٠٠٠}}{\text{٠,١٦}}}{\text{٨٠١٨٠٠٠}} = \text{١٨٥}\%$$

ويتضح الآن أن قيمة الشركة بعد تنفيذ برنامج الإصـ.ـلاح المالي تزيد عن قيمة أصولها الدفترية بمعدل ٨٥% الأمـ.ـر الذي يؤكد صحة الفرض الأول موضع الاختبار والمتعلقـ.ـة بإمكانية تصميم وتنفيذ إطار متكامل للإصلاح المالي للشركة (ص). وعلى ذلك فلن يكون هناك مجال لاختبار مدى صحة الفرض الثاني والمتعلق بإمكانية إدماج الشـ.ـركة (ص) فـ.ـي شركة أخرى.

وتأكيدا لحقيقة دورنا الاستشاري والمستمد مـ.ـن طبيعـ.ـة الوظيفة المالية التي تتصف بالجانب الاستشاري دون الجانب التنفيذي، فسوف نقوم في الجزء التالي بإعداد برنامج تصفية الشركة تاركين القرار النهائي والمتعلـ.ـق بالمفاضـ.ـلة بـ.ـين برنامجي الإصلاح المالي والتصفية لإدارة الشركة ومختلف الأطراف المرتبطة بالشركة من مساهمين ودائنين.

ثانيا

برنامج التصفية Liquidation program

الواقع إن التصفية تعني في أبسط مفاهيمهما تحويل القـيم الدفترية لعناصر أصول المنشأة إلى قيم نقدية واستخدامها في سداد التزاماتها المدرجة بجانب الخصوم ورأس المـال فـي آخر ميزانية عمومية للشركة وبالتالي إنهاء وجود المنشأة في مجال الأعمال. وباستخدام المفهوم المذكور نجـد أن هنـاك نوعين في حالات التصفية وهما:

النوع الأول: التصفية الإرادية divestiture

ويقصد بهذا النوع قيام المنشأة بتصفية أصـولها وسـداد خصومها لأسباب تخرج عن نطاق مواجهتها لحالـة الفشـل المالي الكامل نظرا لعدم مواجهتها لمشاكل مالية مع الدائنين، حيث يمكن أن ينحصر السبب الحقيقي في مفهـوم الفرصـة البديلة لرأس المال المملوك والذي يعني عدم قدرة المنشـأة على تحقيق معدل العائد على رأس المال المملوك المـرتبط

بالنشاط داخل إطار معين من المخاطرة، وقد يرجـع إلـى انسحاب أحد الشركاء المساهمين، أو إلى أسباب أخرى.

النوع الثاني: التصفية القانونية Legal Liquidation

حيث يمكن وصف هذا النوع بالتصفية اللا إرادية والتـي ترتبط بمواجهة المنشأة لصعوبات مالية شديدة وصلت إلـى حدها الأقصى من خلال توقفها عن الوفاء بالتزاماتها تجـاه الدائنين، الأمر الذي يعني إمكانية حصول الدائنين على حكم قضائي بتصفية المنشأة لاستيفاء حقوقهم، أو على الأقل توقع حصولهم على الحكم المذكور.

والواقع إن التصفية تحت أي مفهوم سوف ترتبط باحتمال عدم كفاية القيمة السوقية للأصول لسـداد القيمـة الدفتريـة للخصوم ورأس المال وبالتالي احتمال تعرض بعض الدائنين لخسائر، وإن كان الاحتمال المذكور يبدو منخفضا في حالـة التصفية الإرادية ويبدو مؤكدا في حالة التصفية – القانونيـة. ويمكن توضيح ذلك الأمر من خلال الشكل التالي:

بيان إيضاحي لموقف المنشأة المتعثرة ماليا

القيمة السوقية للأصول	القيمة الدفترية للخصوم ورأس المال
خسائر التصفية	

ومن الشكل السابق يتأكد ما يلي:

١- إن القيمة السوقية للأصول سوف تكون أقـ.ـل مـ.ـن قيمتها الدفترية بقدر خسائر التصفية.

٢- إن القيمة الدفترية للخصوم ورأس المال لن تـ.ـرتبط بأي انخفاض نظرا لعدم قابلية هذا الأمر للمسـ.ـاومة أو إعادة التقييم، الأمر الذي يحتم ضـ.ـرورة تقسـ.ـيم عناصر الخصوم ورأس المال إلى عدة فئات تختلف فيما بينها بشـ.ـأن درجـ.ـة الأسـ.ـبقية فـ.ـي اسـ.ـتيفاء مستحقاتها، حيث إن الوضع الأكثر شيوعا في هـ.ـذا الشأن يقضي بتقسيم دائني المنشأة إلى أربـ.ـع فئـ.ـات تتدرج تنازليا في أسبقية الحصول على مسـ.ـتحقاتها من النقدية المسالة للأصول وهي:

١- الديون ذات الأولوية الأولى

والتي تتكون من العناصر الفرعية التالية:

١/١: الضرائب المستحقة.

١/٢: مستحقات العاملين بالمنشأة.

٢- الديون ذات الأولوية الثانية

والتي تتحصر في جميع عناصـر الـديون المضـمونة بأصول معينة.

٣- الديون ذات الأولوية الثالثة

والتي يمكن وصفها بالديون العادية والتي تخـرج عـن نطاق عناصر الديون ذات الأولويـة الأولـى والمضـمونة وكذلك خروجها عن نطاق حقوق الملكية.

٤- حقوق المساهمين: والتي تتمثل في قيمـة رأس المـال المدفوع أو قيمة الأسهم العادية فـي الشـركات المسـاهمة. بالإضافة إلى باقي العناصر المكونة لحقوق الملكية.

وفيما يتعلق بعناصر الأصول المختلفة والتي يحتم الأمـر انخفاض قيمتها السوقية وبشكل إجمالي عن قيمتها الدفتريـة،

وخاصة إذا كنا في مواجهة حالـ.ـة مـ.ـن حـ.ـالات التصـ.ـفية القضائية، فنجد اختلافات واضحة فيما بينها، حيث نجد أن:

١- **الأراضي:** من المتوقع أن تصـ.ـفى بقيمـ.ـة سـ.ـوقية مساوية على الأقل لقيمتها الدفترية، وفـ.ـي أغلـ.ـب الحالات يتوقع زيادة قيمتها السـ.ـوقية عـ.ـن قيمتهـ.ـا الدفترية.

٢- **عناصر الأصول الثابتة القابلة للإهلاك:** فنجد أنهـ.ـا تعتبر مشكلة أكثر تعقيدا نظـ.ـرا لتـ.ـدهور قيمتهـ.ـا السوقية بشكل مستمر بفعل عوامـ.ـل عديـ.ـدة منهـ.ـا عوامل التضخم وعوامل التقادم، الأمر الذي يؤكـ.ـد انخفاض قيمتها السوقية عن قيمتها الدفترية.

٣- **النقدية بالصندوق:** من المنطقي أن لا يحـ.ـدث أي اختلاف بين القيمة السوقية والدفترية لهذا العنصـ.ـر سواء بالزيادة أو النقص.

٤- **النقدية بالبنوك:** من المنطقي أن يتم تصـ.ـفية هـ.ـذا العنصر بقيمته الدفترية، إلا أنه قد يحدث في بعض الحالات الخاصة أن تكون المنشأة موضع التصـ.ـفية في حالة سحب على المكشوف، والذي يعتبر قرض

بدون فائدة، الأمر الذي بحدوثه يتحول البنك إلـى دائن غير مغطى بضمان.

٥- **الاستثمارات فـي الأوراق الماليـة:** ففـي أغلـب الحالات لا يمكن الحصول على قيمتهـا الدفتريـة بكاملها عند التصفية، حيث إنها تتعـرض لتفـاوت ملحوظ في قيمتها عند تحويلها إلى نقديـة، حيـث يحدث الانخفاض على الأقـل بمقـدار التكـاليف المرتبطة بإجراءات التصرف فيها.

٦- **حسابات المدينين:** اعتمـادا علـى مـا سـبق أن أوضحناه بهذا الخصوص من احتمال تأثير سـلوك المدينين من مجرد معرفتهم بمشاكل المنشأة وموقفها المتدهور، الأمر الذي يرتبط بارتجاع المشـتريات والتأخر في سداد الديون المستحقة علـيهم، الأمـر الذي يزيد من احتمال انخفاض القيمـة المتحصـلة منهم عن القيمة الدفترية لتلك الأرصدة.

٧- **المخزون السلعي:** والذي يمثـل أكثـر العناصـر تعرضا لاحتمال انخفاض القيمة السوقية عن القيمة الدفترية وبشكل ملحوظ، نظرا للعديد من العوامـل

المتعلقة بالتلف والتأثر بعوامل التضـخم والتقـادم ويزداد الأمر حدة بالنسبة لمخزون المنتجات تحـت التشغيل؛ نظرا لصعوبة التصرف فيهـا أو ردهـا للمورد بأية قيمة، كما في حالة المواد الخام، وكذلك الأمر بالنسبة لمخزون المنتجات تامة الصنع والذي يرتبط فيها انخفاضه بعنصر التقادم.

٨- **الأصول شبه الثابتة بعناصرها المختلفة:** إذا أخذنا في الاعتبار أن هذه المجموعة تتضمن العديد مـن العناصر التـي رأى الباحـث عـدم صـلاحيتها للانضمام إلى أي من المجمـوعتين الأساسـيتين، سواء كانت مشروعات تحت التنفيذ والتي تعكـس أصولاً ثابتة لم تجهز بعد للاسـتخدام، أو عناصـر مستبعدة من رأس المال العامل سـواء لانخفـاض سيولتها أو لعدم ارتباطها بطبيعة النشاط، يصبح من الأمور الحتمية عـدم إمكانيـة تصـفيتها بقيمتهـا الدفترية، وبالتالي ضرورة ارتباط تصـفيتها بقـدر معين من خسائر التصفية، حيث سـبق أن تضـمن برنامج الإصلاح المالي تصفية هذه المجموعة بمبلغ

نقدي قدره ٥٥٠ ألف جنيه من قيمة دفترية قـدرها ٦٦٥ ألف جنيه.

والواقع إن برنامج التصفية والذي سيعرض هنا تطبيقـاً على الشركة (ص) من خـلال آخـر مركـز مـالي لهـا (١٩٨٩/١٢/٣١) سوف يتضـمن الإجـراءات التفصـيلية المتتابعة التالية:

(أ) تحديد الموقف النهائي لعناصـر الخصـوم بالنسـبة لفئات الدائنين وبالتالي تحديد القيمة النقدية لكل فئـة منهـا ومسميات محتوياتها وذلك على الوجه التالي:

أ/١: فئة الديون ذات الأولوية الأولى.

حيث إن قيمتها النقدية ٣١٧ ألف جنيه موزعة كما يلي:

أ/١/١: ١٢٠ ألف جنيه ضرائب مستحقة.

أ/١/٢: ١٩٧ مستحقات العاملين بالشركات.

حيث يتبين أن الخصوم المستحقة تتضمن ١٠٠ ألف جنيه ضرائب مستحقة وأن باقي قيمتها الدفترية تمثـل مسـتحقات متأخرة للعاملين.

أ/٢: فئة الديون ذات الأولوية الثانية (المضمونة).

حيث تبين أنها محصورة في القروض طويلة الأجل بقيمة قدرها ١٥٠٠ ألف جنيه والتي تبين أنها مضـ.ـمونة بالقيمـ.ـة الدفترية للحسابات المدينة وأوراق القبض والتي تبلغ ٢٣٠٠ ألف جنيه.

أ/٣: فئة الديون الأولوية الثالثة (العادية).

حيث تتكون منطقيا من عـ.ـدة عناصـ.ـر يمكـ.ـن حسـ.ـابها بالمعادلة التالية:

قيمة الديون العادية = إجمالي الخصوم ورأس المـ.ـال – (حقوق الملكية + الديون ذات الأولوية + الديون المضمونة).

= ٨٦٨٣ – (٢٣٨٣ + ٣١٧ + ١٥٠٠) = ٤٤٨٣ ألف جنيه.

أ/٤: حقوق المساهمين: والتي تعكس التزام الشركة تجـ.ـاه مساهميها، والتي تتمثل في القيمة الإجمالية لحقوق الملكيـ.ـة والتي تبلغ ٢٣٨٣ ألف جنيه.

(ب) حصر الموقف النهائي لتصفية عناصـ.ـر الأصـ.ـول

حيث يتم ذلك من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٣٩)
بيان بتصفية أصول الشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

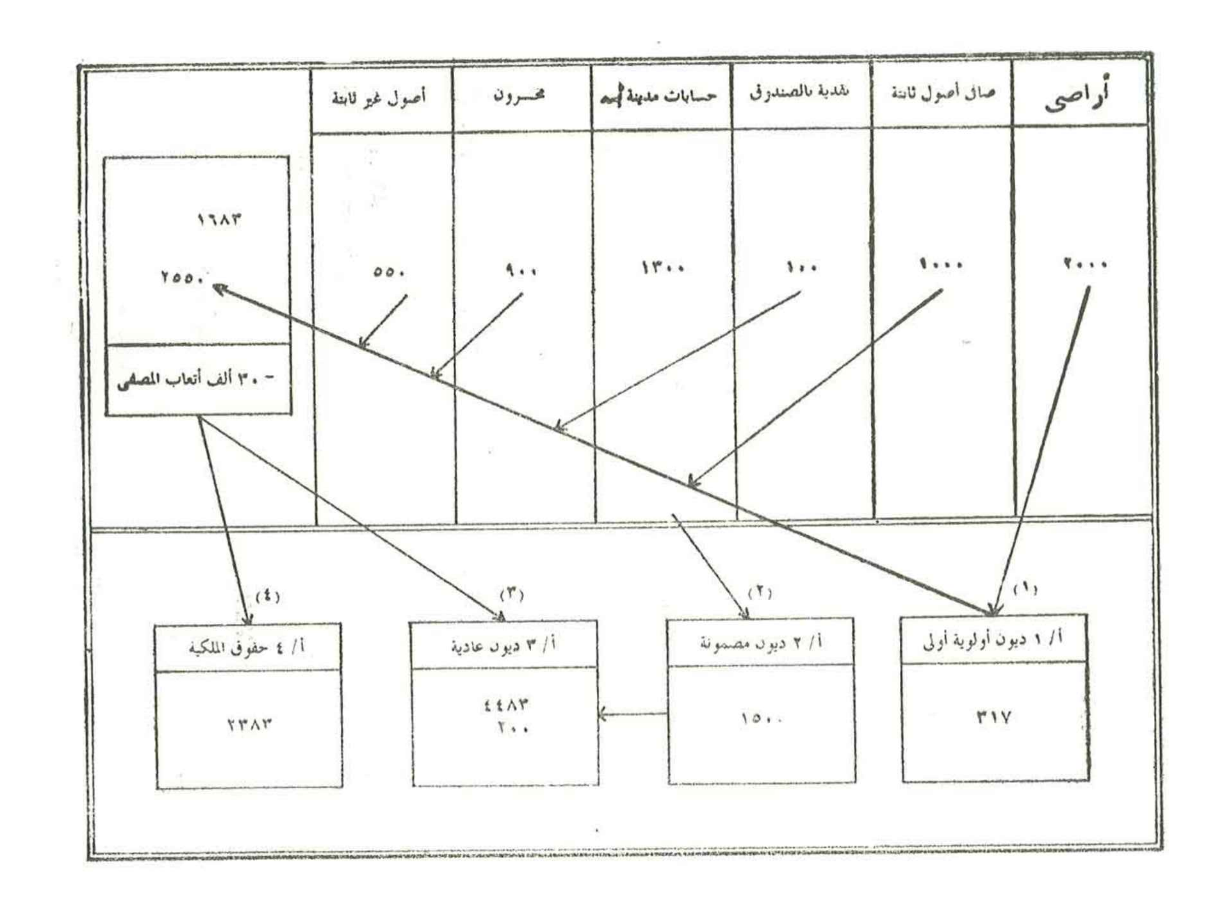
بيان الأصول	قيمة دفترية للأصل	قيمة سوقية للأصل	نتيجة التصفية
– الأراضي.	١٥٠٠	٢٠٠٠	+ ٥٠٠
– صافي أصول ثابتـ.ـة بعـ.ـد الإهلاك.	٢٧٨٣	١٠٠٠	(١٧٨٣)
– نقدية بالصندوق والبنوك	١٠٠	١٠٠	–
– حسابات مدينة وأوراق قبض	٢٣٠٠	١٣٠٠	(١٠٠٠)
– مخزون	١٣٣٥	٩٠٠	(٤٣٥)
– أصول شبه ثابتة	٦٦٥	٥٥٠	(١١٥)
إجمالـ . ـي	٨٦٨٣	٥٨٥٠	(٢٨٣٣)

ويتضح أن معدل التصفية = $\frac{\text{قيمة سوقية للأصول}}{\text{قيمة دفترية للأصول}} \times ١٠٠$

= $\frac{٥٨٥٠}{٨٦٨٣} \times ١٠٠ = ٦٧,٣٧$ %

الأمر الذي يعني أن معدل الخسارة = ٣٢,٦٣% ($\frac{٢٨٣٣}{٨٦٨٣}$) × ١٠٠

(ج) تنفيذ إجراءات السداد: من خلال محتويات الجـ.ـدول التالي:



أراضي
صافي أصول ثابتة
نقدية بالصندوق
حسابات مدينة
مخـزون
أصول غير ثابتة
٢٠٠٠
١٠٠٠
١٠٠
١٣٠٠
٩٠٠
٥٥٠
١٦٨٣
٢٥٥٠
- ٣٠ ألف أتعاب المصفي
(١)
(٢)
(٣)
(٤)
أ/ ١ ديون أولوية أولى
٣١٧
أ/ ٢ ديون مضمونة
١٥٠٠
أ/ ٣ ديون عادية
٤٤٨٣
٢٠٠
أ/ ٤ حقوق الملكية
٢٣٨٣

ولتوضيح الإجراءات التي تضمنها الجدول السابق نـ.ذكر ما يلي:

١- يشير السهم رقم (١) إلى استخدام القيمة التـ.ي تـ.م الحصول عليها من تصفية الأراضـ.ي فـ.ي سـ.داد الديون ذات الأولوية الأولى بكامل قيمتها واحتجـ.از المبلغ المتبقي وقدره ١٨٦٣ ألف جنيـ.ه لمواجهـ.ة الديون العادية.

٢- يشير السهم رقم (٢) إلى تصفية الأصول الثابتة ذات القيمة الدفترية ٢٣٠٠ ألف جنيه بمبلغ قدره ١٣٠٠ ألف جنيه وتوجيه هذا المبلغ نحـ.و سـ.داد الـ.ديون المضمونة حيث يتبين عدم كفايتها لسـ.داد الـ.ديون المضمونة بكامل قيمتها، الأمر الذي يحتم ترحيـ.ل القيمة الغير مسددة وقدرها ٢٠٠ ألف جنيـ.ه إلـ.ى الديون العادية لتزيد قيمتها من ٤٤٨٣ ألف جنيه إلى ٤٦٨٣ ألف جنيه.

٣- تجميع القيم النقدية التي تم الحصـ.ول عليهـ.ا مـ.ن تصفية كل من: الأصول الثابتة والنقدية والمخـ.زون والأصول شبه الثابتة وترحيلها إلى المبلـ.غ السـ.ابق

احتجازه لسداد الديون العادية لكي يصبح إجمالي هذا المبلغ ٤٢٣٣ ألف جنيه.

٤- يشير السهم رقم (٣) إلى توجيه المبلغ المخصص لسداد الديون العادية بعد خصم أتعاب المصفي وقدرها ٣٠ ألف جنيه، لكي ينخفض المبلغ الموجه لسداد الديون العادية إلى ٤٢٠٣ ألف جنيه فقط.

٥- يشير السهم رقم (٤) إلى توجيه المبلغ المتبقي بعد سداد الديون العادية بكامل قيمتها نحو سداد جزء من حقوق الملكية، وهو الأمر الذي ليس له وجود في هذه الحالة، كما أنه لا يحدث مطلقاً في الحالات التي يتم فيها مواجهة حالة التصفية القضائية.

ومن الواضح أن أصحاب الشركة لن يتبقى لهم أية مبالغ نقدية نظرا لعدم إمكانية سداد الديون العادية بكامل قيمتها.

(د) إعداد التقرير النهائي للتصفية:

إن الهدف من إعداد هذا التقرير ينحصر في تحديد الموقف النهائي لفئات الدائنين من حيث نسبة السداد ونسبة الخسارة لكل منها والذي يمكن تصويره على الوجه الآتي:

جدول رقم (٤١)

بيان بالتقرير النهائي لبرنامج تصفية الشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان فئات الدائنين	قيمة الديون	المبلغ المسدد	نسبة السداد %	نسبخة الخسارة %
(أ) ديون ذات أولوية أولى	٣١٧	٣١٧	١٠٠%	–
(ب) ديون مضمونة	١٥٠٠	١٣٠٠ + ٢٠٠ × ٩٠% = ١٤٨٠	٩٩%	١%
(ج) ديون عادية	٤٦٨٣	٤٢٠٣	٩٠%	١٠%
(د) حقوق المساهمين	٢٣٨٣	–	–	١٠٠%

تم بحمد الله وفضله والذي بفضله تتم الصالحات وبتوفيقه تتم الأعمال وبهديه ترفع الدرجات.

المراجع

المراجع العربية:

- د. سيد الهـواري: **الإدارة الماليـة، مـنهج اتخـاذ القرارات**، (القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٧٥).
- د. شوقي حسين عبد الله: **التمويل والإدارة الماليـة**، (القاهرة: مكتبة دار النهضة العربية، ١٩٨٥).
- د. محمد عفيفي حمودة: **تحليل القـرارات والنتـائج المالية** (القاهرة: مكتبة عين شمس ١٩٨٦).
- ______ **البحث العلمي أصول وقواعـد البحـث وكتابة التقارير**، (القـاهرة: مكتبـة عـين شـمس، ١٩٨٣).
- د. منير صالح هندي: **الإدارة المالية: مدخل تحليلـي معاصر**. (الإسكندرية: المكتـب العربـي الحـديث، ١٩٨٩).

المراجع الإنجليزية:

- Charles O. Krancke, Erwin Esser Nemmers and Alan E. Grunewlad: Managerial Finance. Esentials: west publishing company, N. Y:, second Edition, 1978.
- Clifton H. Kreps, Jr., and Richard Fwacht, financial Administration, the Dryden press, 1975.
- De Anglo, H., and Masulis, R. optimal Capital structure under Carporate. personal taxation, Journal of financial Economics, 8 (March 1980).
- Eugens F. Brigham, Financial Management: theory and practice, the Dryden press, 1977.
- James C. Van Horne, Fundametnals of financial Management, prentice-Hall, inc., third Edition, 1977.
- J. Fred Weston and Eugens F. Brigham Managerial finance, Holt. Sunders limited, Sixt Ed., 1980.
- Krasker William s., stock price Movements in pesponse to Stock issues under Asymmetric Journal of finance, 41 (March 1986).
- Louis K. Brandt, Analysis for financial Management, prentice Hall, inc., 1972.
- M. Champen findly, and Edward E, Willims, An integrated Analysis for Managerial finance, prentice-Hall, inc., 1970.

- Myers S., and Magluf, N. Corporate finance and investment Decisions when firms have information investors do Not Have, Jorunal of financial Economics, 13 (June 1984).
- Scott, J. Bankruptcy, Secured Debt, and optimal Capital structure, Journal of finance, 32 (March, 1977).
- Titman S. the Effect of Capital Structure on a firm's liquidation Journal of financial Economics, 13 (March 1984).
- Van Horne, J. c. financial Management and policy (5th ed) Englewood cliffs N. j: Prentice Hall, 1980.
- Warner, J. Bankruptcy Costs: Some Evidence. Jorunal of finance, 32 (May 1977).